

堺化学工業株式会社 (4078)

飛躍的な成長で株主からの期待を取り戻す

Executive Summary

	弱気シナリオ				強気シナリオ			
	売上高		営業利益		売上高		営業利益	
	(百万円)	前年比	(百万円)	前年比	(百万円)	前年比	(百万円)	前年比
21.3	84,900	97.4%	4,303	107.2%	84,900	97.4%	4,303	107.2%
22.3	80,131	94.4%	7,489	174.0%	80,131	94.4%	7,489	174.0%
23.3	83,856	104.6%	4,406	58.8%	83,856	104.6%	4,406	58.8%
24.3	82,105	97.9%	2,933	66.6%	82,105	97.9%	2,933	66.6%
25.3 予測	80,772	98.4%	4,709	160.5%	88,499	107.8%	5,494	187.3%
26.3 予測	79,628	98.6%	4,769	101.3%	99,659	112.6%	8,172	148.7%
27.3 予測	78,661	98.8%	4,840	101.5%	97,825	98.2%	9,025	110.4%
28.3 予測	77,861	99.0%	4,921	101.7%	99,024	101.2%	7,901	87.5%
29.3 予測	77,218	99.2%	5,013	101.9%	100,001	101.0%	7,508	95.0%

2024 年 11 月 26 日

株価 (2024/10/31)

2,748 円

高値 2,768 円

安値 2,699 円

発行済株式数

16,217,987 株

時価総額

44,567 百万円

EPS (24.3 期)

△437.65 円

PER (24.3 期)

△4.60 倍

PBR (24.3 期)

0.44 倍

EV/EBITDA (24.3 期)

5.90 倍

本レポートでは、堺化学工業株式会社(以下、当社)の理論株価算定を通じた企業特性の分析を行う。シナリオ分析を用いて業績を予測し、それに基づいて理論株価を算定する。我々は弱気シナリオと強気シナリオの2つのシナリオを設定する。弱気シナリオでは、過去3年間の成長率をもとに今後も同様の成長が続くと仮定し、キャッシュフローを予測した。その結果、理論株価は2,718円となり、現実株価2,748円と近い金額であった。このことから弱気シナリオが現実の市場評価を反映していると考えられる。一方、強気シナリオでは、中期経営計画『変革・BEYOND2030』が計画通りに進行すると仮定し、成長事業である「電子材料」「化粧品材料」「有機化学品」の3つのセグメントを中心にキャッシュフローを予測した。その結果、理論株価は6,964円となり、現実株価と大きく乖離した。このことから現実株価は割安に評価されていると考えられる。今後、当社の事業拡大が進み、市場の評価が追従することで、現実株価が理論株価に近づくと推測される。

- ◆ 【弱気シナリオ】2029年3月期の売上高は91,704百万円、営業利益は4,798百万円と予測する。理論株価は2,718円となる。
- ◆ 【強気シナリオ】2029年3月期の成長事業の売上高は、電子材料で14,347百万円、化粧品材料で11,132百万円、有機化学品で8,671百万円と予測する。また、当社の売上合計は100,001百万円、営業利益は7,508百万円と予測する。理論株価は6,964円となる。

大阪公立大学商学部

宮川研究室 3 回生

堺化学工業分析チーム

市川純也

木村和慶

小島理功

佐久間優歩

丹羽真優

山本花怜

目 次

1. はじめに

- (1) 本レポートの目的
- (2) 比較対象企業の設定

2. 会社概要：「化学でやさしい未来づくり」を目指すわくわくカンパニー

- (1) 会社概要
- (2) 事業概要

化学事業

医療事業

新中期経営計画『変革・BEYOND2030』

- (3) 沿革

3. セグメント分析：高度な技術力を活かして多様な事業へ展開

- (1) 化学事業

電子材料

化粧品材料

有機化学品

衛生材料

受託加工

酸化チタン・亜鉛製品

樹脂添加剤

触媒

- (2) 医療事業

4. マルチプル分析：同業他社と比較して低い水準を推移

- (1) 日経平均との株価比較
- (2) PER の同業他社比較
- (3) PBR の同業他社比較
- (4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

5. 財務分析：利益率の低下と財務レバレッジの低さが経営効率に影響**(1) ROE の同業他社比較****(2) ROE の分析****(2) - 1 デュポン分解****売上高当期純利益率****総資本回転率****財務レバレッジ****(2) - 2 ROE と株主資本コストの比較****(2) - 3 マトリクス分析****(3) ROIC の同業他社比較****(4) ROA の同業他社比較****6. DCF 法を用いた理論株価算定：2つのシナリオで理論株価を算定****(1) 将来フリーキャッシュフロー予測****弱気シナリオ****強気シナリオ****(2) CAPM 理論に基づく資本コスト算定****(3) 株価算定****継続価値****事業価値****株主価値****理論株価****7. DCF 法以外を用いた理論株価算定：RIM を用いた理論株価は現実株価と大きく乖離****(1) 配当割引モデル (DDM)****(2) 残余利益モデル (RIM)****8. まとめ**

1. はじめに

(1) 本レポートの目的

本レポートは堺化学工業株式会社（以下、堺化学工業または当社）について分析を行い、投資家の投資判断を支援するための情報提供を目的として作成する。具体的な分析手法は、当社の事業別分析を行ったのち、財務分析を行い、将来の業績を予測することで理論株価を算定する。

(2) 比較対象企業の設定

今回の分析における比較対象企業として、当社と同じく化学メーカーである以下の8社を設定する。石原産業株式会社（以下、石原産業）、テイカ株式会社（以下、テイカ）、日本化学工業株式会社（以下、日本化学工業）、戸田工業株式会社（以下、戸田工業）、株式会社クレハ（以下、クレハ）、株式会社 ADEKA（以下、ADEKA）、第一稀元素化学工業株式会社（以下、第一稀元素化学工業）、荒川化学工業株式会社（以下、荒川化学工業）の計8社。

【図表 1】比較対象企業の時価総額一覧

	時価総額(百万円)
堺化学工業(4708)	32,617
石原産業(4028)	56,057
テイカ(4027)	35,451
日本化学工業(4092)	17,489
戸田工業(4100)	11,907
クレハ(4023)	167,566
ADEKA(4401)	282,232
第一稀元素化学工業(4082)	23,436
荒川化学工業(4968)	21,343

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

2. 会社概要：「化学でやさしい未来づくり」を目指すわくわくカンパニー

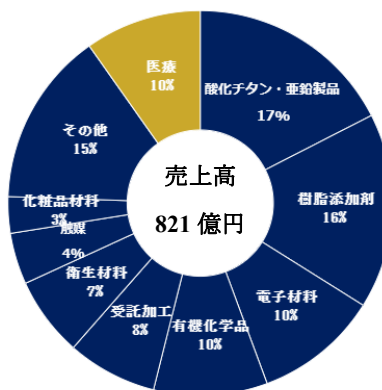
(1) 会社概要

社名：堺化学工業株式会社

本社：大阪府堺市堺区戎島町5丁2番地

セグメント：化学事業、医療事業

【図表 1】事業別売上高構成比(2024 年 3 月期)



出所) 第 129 期有価証券報告書より筆者作成

(2) 事業概要

化学事業

無機化学と有機化学の両輪で、将来を見据えた社会に貢献できる事業に取り組む。

当事業は、8つの事業から成り当社の売上高の9割を占めている。化学事業の中でもさらに「成長」、「安定」、「効率化検討」の3つに分類される。成長事業には「電子材料」「化粧品材料」、安定事業には「衛生材料」「有機化学品」「受託加工」、効率化検討事業には「酸化チタン・亜鉛製品」「樹脂添加剤」「触媒」が含まれる。現在は無機素材を中心とした化学メーカーとして位置づけられているが、新中期経営計画では、無機化学と有機化学の両輪で成長し、将来的に Smart material で社会に貢献できるエクセレントカンパニーを目指す。

医療事業

培ったノウハウの活用や海外販売を進めて更なる成長を目指す。

当事業は、子会社であるカイゲンファーマ株式会社が担っている。主力製品として X 線バリウム造影剤を中心とした医療用医薬品をはじめ、医療機器や一般用医薬品、機能性食品並びに美容医療向けの製品などを販売している。今後はこれまでに培った販路・商流を活かして商品ラインナップの拡充に注力していく。また、大学との共同研究に加えて、X 線バリウム造影剤や一般用医薬品を、アジアを中心とした海外市場で積極的に展開していく。

来る 2030 年を見据え、
変革ステージと位置付け
る 3 年間。

新中期経営計画『変革・BEYOND2030』

当社は、将来ありたい姿として「環境・エネルギー」、「エレクトロニクス」、「ライフサイエンス・ヘルスケア」の 3 つの分野における「Smart Material で社会に貢献できるエクセレントカンパニー」に生まれ変わることを挙げた。そこで、2025 年 3 月期からの 3 年間で将来に向けた変革ステージとして位置づけ、新中期経営計画『変革・BEYOND2030』を発表した。無機化学と有機化学の両輪で成長し、将来を見据えた社会に役立つ事業へシフトすることで高収益体質な企業へ変貌させることを目的としている。主な変革内容は以下の 3 つである。

- ① 高付加価値品へのシフトを企図した事業ポートフォリオの入れ替え
- ② 資本コストを上回る ROE の達成・PBR の改善
- ③ マテリアリティ推進による経営基盤の再構築・非財務面の取り組み加速

(3) 沿革

年月	沿革
1918 年	現堺事業所の一角に堺精煉所を創立
1920 年	合資会社に組織変更
1932 年	株式会社に組織変更 現社名堺化学工業株式会社に商号変更
1936 年	堺商事株式会社を設立（現連結子会社）
1950 年	当社株式を大阪証券取引所に上場
1961 年	大崎工業株式会社を設立（現連結子会社） 当社株式を東京証券取引所に上場
1963 年	小名浜事業所完成 日本カラー工業株式会社を設立（現連結子会社）
1964 年	改源株式会社の事業を継承し、株式会社カイゲンを設立
1965 年	小西顔料製造株式会社（現 レジノカラー工業株式会社）を子会社化（現連結子会社）
1968 年	堺商事株式会社が SAKAI TRADING NEW YORK INC. を設立（現連結子会社）
1969 年	湯本工場完成 泉北工場完成
1973 年	共成製薬株式会社を子会社化
1975 年	ラインファルト工業株式会社を設立
1987 年	株式会社カイゲンが株式を大阪証券取引所第二部特別指定銘柄に上場
1991 年	大剣工場完成
1994 年	堺商事株式会社が株式を大阪証券取引所第二部特別指定銘柄に上場 富岡化学株式会社（現 SC 有機化学株式会社）を子会社化（現連結子会社）
1996 年	堺商事株式会社株式が大阪証券取引所第二部銘柄に指定
1997 年	小名浜事業所内に化粧品材料工場完成 常磐化成株式会社を設立
2000 年	堺商事株式会社が SAKAI AUSTRALIA PTY LTD.（現連結子会社）および韓国堺商事株式会社を設立
2001 年	堺商事株式会社が SAKAI TRADING EUROPE GmbH を設立（現連結子会社）
2002 年	共同薬品株式会社を子会社化（現連結子会社） 堺商事株式会社が堺商事貿易（上海）有限公司を設立（現連結子会社）
2005 年	堺商事株式会社が台湾堺份有限公司を設立（現連結子会社）
2007 年	SAKAI CHEMICAL（VIETNAM）CO., LTD.を設立（現連結子会社）
2012 年	株式会社片山製薬所を子会社化（現連結子会社） 株式会社カイゲンを株式交換により完全子会社化、上場廃止 堺商事株式会社が合弁会社 PT. S&S HNGIENE SOLUTION を設立（現連結子会社） 堺商事株式会社が SAKAI TRADING（THAILAND）CO., LTD.を設立（現連結子会社）

本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

年月	沿革
2013 年	当社医薬事業部および共成製薬株式会社を株式会社カイゲンに統合し、商号をカイゲンファーマ株式会社に 変更（現連結子会社）
2014 年	カイゲンファーマ株式会社が松岡メディテック株式会社を子会社化
2017 年	松岡メディテック株式会社の株式の一部をエア・ウォーター株式会社に譲渡（2018 年 12 月に残りの株式を譲 渡） ラインファルト工業株式会社の全株式をニチレキ株式会社に譲渡
2018 年	SIAM STABILIZERS AND CHEMICALS CO., LTD.を子会社化（現連結子会社）
2021 年	SAKAI TRADING EUROPE GobeA
2022 年	東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、東京証券取引所プライム市場に移行堺商事株式会社を公開買付に より完全子会社化、上場廃止
2024 年	完全子会社である SC 有機化学株式会社を吸収合併

出所）第 129 期有価証券報告書より筆者作成

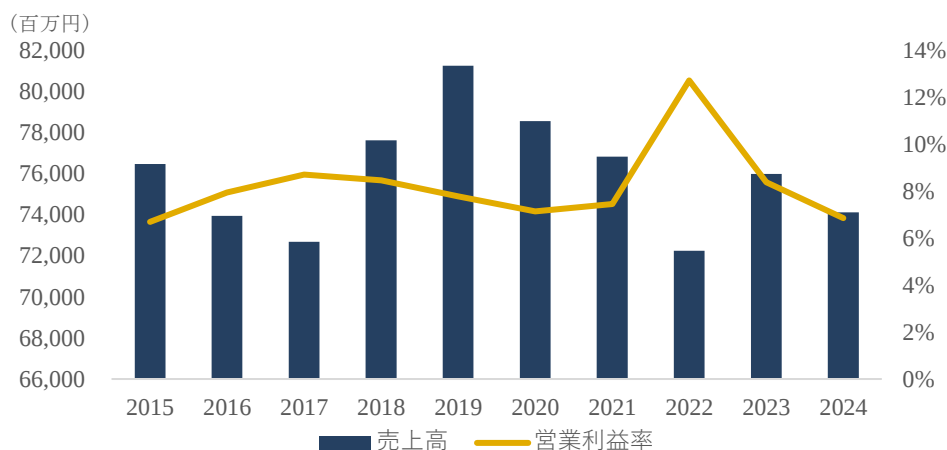
3. セグメント分析：高度な技術力を活かして多様な事業へ展開

(1) 化学事業

新中期経営計画にて、電子材料・化粧品材料・有機化学品を成長事業へ、その他の事業を安定事業へと移行する。

図表 2 は、化学事業の売上高と営業利益率の推移をグラフ化したものである。売上高は、年度ごとに大きく変動しており、特に 2022 年 3 月期は新収益認識基準の適用により大幅に減少した。変動の要因としては、販売数量の増減や原燃料の高騰、各セグメント事業の業績などが挙げられる。営業利益率に関しては、過去 10 年間 4%～6%あたりを推移していたが、2022 年 3 月期からは、新収益認識基準の適用による売上高が減少と、電子材料事業の好調や樹脂添加剤の価格是正の効果で営業利益が増加した結果、営業利益率も大幅に上昇した。

【図表 2】化学事業の売上高と営業利益率



出所)日経 Needs FQ より筆者作成

電子材料

当事業では、粉体プロセッシング技術を活用し、積層セラミックコンデンサ向けの誘電体および誘電体材料を製造している。また、独自技術である水熱合成法、粒子制御技術を活かして、半導体封止材料やフィルム材料として活用できる球状シリカの製造を行う。さらに、粒子合成技術と表面処理技術を核として、高周波伝送向け誘電体の開発にも取り組んでいる。

化粧品材料

当事業では、サンスクリーン剤とメイク製品の原材料品を製造している。サンスクリーン剤では環境負荷の少ない無機系散乱剤を市場に提供している。また、当社の高い粉体プロセッシング技術を活かして無機系散乱剤の弱点を補うことで、製品の高機能化を実現している。また、メイク用品の原材料に使用されているマイクロプラ

スティックビーズ(MPB)の代替品も開発・製造している。これらの高機能製品は市場に高い付加価値を提供し、売上や利益の向上に貢献している。

有機化学品

当事業では、50 年以上にわたって培ってきた機能性樹脂技術を光学・電子分野へ、また医薬品材料技術をヘルスケア分野へと展開し、プラスチックレンズ添加剤や医薬品原薬中間体など様々な有機製品を製造している。当事業の営業利益率は、過去 10 年間にわたり安定して高い水準を維持している。高屈折メガネレンズに使用される添加剤では世界で数社しかない技術を誇る。また、医薬品原薬中間体においては増産投資を実施し、従来の製造受託 (CMO) から開発受託製造 (CDMO) へ移行する。低分子医薬品原薬中間体の領域で、高い品質管理による信頼を築き、ヘルスケア分野で人々の健康に貢献する。この技術力と品質を強みとしたニッチトップ戦略を推進し、無機化学とともに当社の主要な事業として、2027 年 3 月期までに成長事業への移行を目指す。

衛生材料

当事業では、インドネシアの子会社を中心に、紙おむつや生理用品、ペットシートなどの材料となる通気性フィルムを製造している。タイやインドネシアなどの東南アジアを最重要市場と位置付け、その市場に製品を提供することで、人口増加や都市化を背景とした需要拡大に対応している。

受託加工

当事業では、受託加工の依頼を受け、当社及びグループ会社で生産を行う。当社独自の粉体プロセッシング技術を中心に、化学事業（顔料・着色剤・機能性インキ・触媒・樹脂添加剤）と医療事業（医薬原薬・中間体）ともに開発と製造の依頼を請け負う。

酸化チタン・亜鉛製品

当事業では、成長事業である電子材料・化粧品材料事業に加え、有機化学品事業の原材料品を製造している。当社の技術により、超微粒子化や高精度での表面処理を実現している。特に、超微粒子酸化亜鉛 FINEX シリーズは世界 No.1 化粧品メーカーに採用されており、海外への拡販を積極的に推し進めている。また、製造工程で生じる副産物にも付加価値を付け、資源として再利用している。また、2026 年 3 月期には顔料級酸化チタンの事業から撤退する。

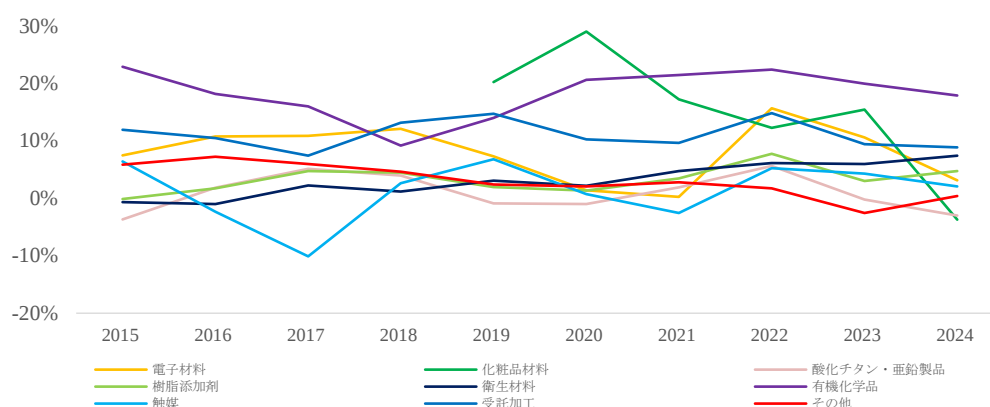
樹脂添加剤

当事業では、多様な樹脂素材の性質をコントロールし、我々の生活を豊かにする樹脂添加剤を製造している。樹脂素材は熱、光、酸素などの影響で劣化や変色する可能性があり、そうした劣化に伴う製造工程上の不具合を制御・抑制するのが樹脂添加剤である。当社は、環境負荷が少なく、加工性に優れた多くの製品を提供している。国内では、2026年3月期に製造委託品である鉛系安定剤の撤退を予定しており、海外では特にASEAN地区での拡販を通じて安定事業への移行を目指す。

触媒

当事業では、脱硝触媒や水素化触媒など、環境改善に貢献する触媒や生活必需品に使用される触媒など多彩な製品を製造している。当社は、脱硝触媒の主原料である酸化チタンから触媒製品に至るまで、原料から一貫生産を行う世界唯一のメーカーであり、この技術力を活かして製品の改良や新製品の開発を進めている。ただし、脱硝触媒は完全受注事業であるため、操業の不安定さから営業利益率が変動しやすい。

【図表3】各セグメントの営業利益率



出所) 第129期有価証券報告書より筆者作成

図表3は、各セグメントの営業利益率の推移をグラフ化したものである。過去10年間で常に営業利益率が高い事業は有機化学品である。他のセグメントと比較すると、2018年3月期から2020年3月期を除き、最も高い営業利益率を維持している。一方、化粧品材料は、2020年3月期に最も高い営業利益率を記録したが、その後大幅な右肩下がりとなっている。また、電子材料は営業利益率の変動が激しく、不安定であることがわかる。この不安定さの要因としては、販売数量の減少や中国市場の低迷が挙げられる。

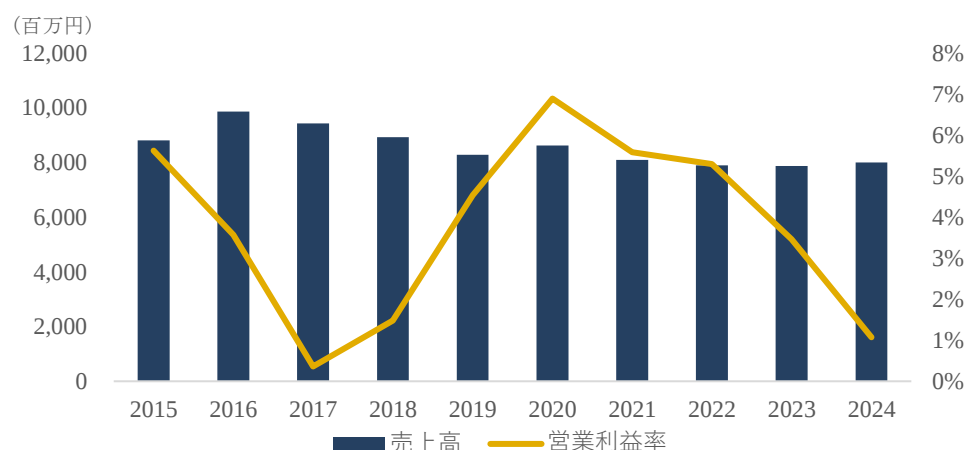
(2) 医療事業

新型コロナウイルスをはじめとした外部環境の影響を受ける。

医療事業での営業利益率は、2017 年 3 月期から 2020 年 3 月期まで上昇を続け、2020 年 3 月期には過去 10 年間で最も高い 6.89% を記録した。2024 年 3 月期の売上高は前連結会計年度比 1.6% 増の 7,995 百万円を記録したが、営業利益率は 2021 年 3 月期から継続して低下している。医療医薬品では、新型コロナウイルスの影響が続いていることや、原燃料の高騰により、売上高や利益が減少した。

医療用医薬品、医療機器、一般医薬品、機能性食品ならびに美容医療向け製品等、これまでに培った販路を活かすことができる商品ラインアップを拡充していく。また、医療医薬品製品である X 線バリウム造影剤の海外輸出の強化をはじめとした、各製品の販売先拡充を強化し、売上拡大を目指す。

【図表 4】医療事業の売上高と営業利益率



出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

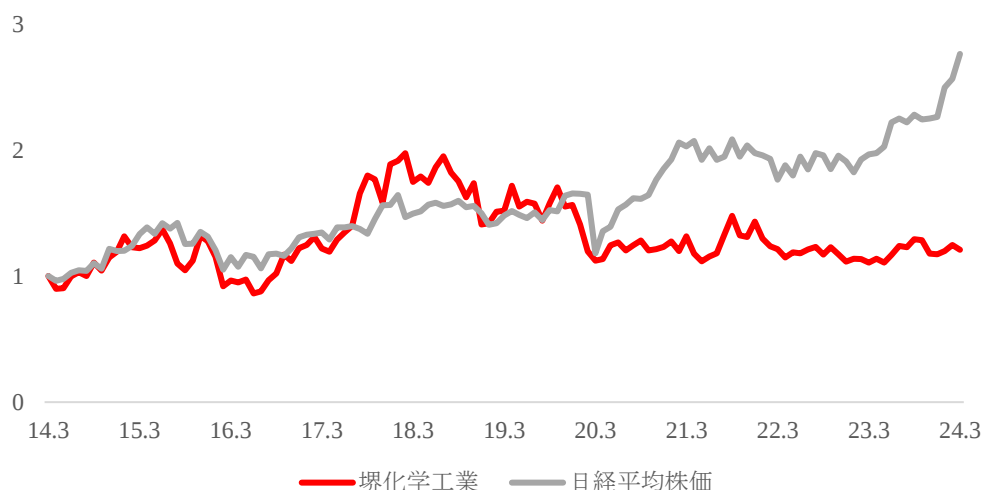
4. マルチプル分析：同業他社と比較して低い水準を推移

(1) 日経平均との株価比較

過去には日経平均と比較して大きく上昇傾向にあったが、近年は日経平均を下回る水準での低迷が続いている。

図表 5 は、2014 年 3 月末を基準とし、2014 年 3 月から 2024 年 3 月までの当社の月次終値の推移をグラフ化したものである。2012 年からアベノミクスの影響で景気が上昇傾向にあったため、それに連動して日経平均と当社の株価が上昇している。また、2015 年のチャイナショック、2016 年の円高と原油高の影響を受けて日経平均と当社の株価は下落した。2016 年に中期経営計画『共創 2018』が発表され、2017 年および 2018 年の一時期には、日経平均を上回る上昇率が見られた。しかしながら、『共創 2018』と前中期経営計画である『SAKAINNOVATION 2023』の未達により、2018 年半ばから当社の株価は下落し、近年は低迷している。

【図表 5】過去 10 年間の株価推移



出所)日経 Needs FQ より筆者作成

(2) PER の同業他社比較

$$\text{PER (倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{1 株当たり当期純利益}}$$

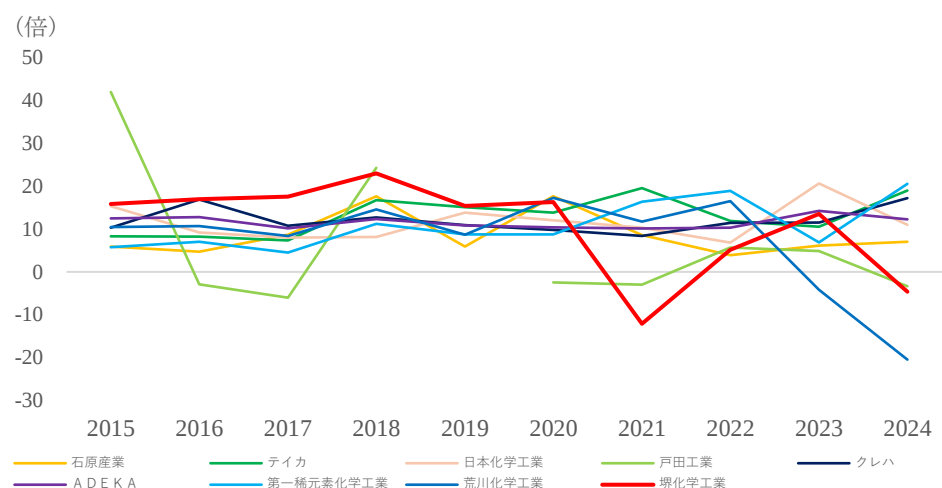
*PER (株価収益率) : Price Earnings Ratio

PER は上記の計算式から算出される。これは株価を一株当たりの当期純利益で標準化することで、市場価格を相対的に評価できる指標である。

かつては、株価上昇に伴い、PERも割高となり同業他社と比べて最も高い数値となったが、2021年はマイナスとなっている。

図表6は当社と同業他社の過去10年間におけるPERの推移をグラフ化したものである。当社は、2020年までは安定的に高水準で推移しており、特に2017年3月期から2018年3月期にかけて当社の株価は上昇し、2018年3月期にはPERが22.99倍と同業他社の中でも高い値となった。一方、2021年以降は減損損失などの影響により大きく変動しており、未だ回復には至っていない。特に2024年3月期は当期純利益が赤字であったため、PERが-4.60倍とマイナス値となった。この背景には、3つの要因がある。1つ目は、中国の景気減退の影響を受け、販売数量が伸び悩んだこと。2つ目は、原燃料価格の高騰により製造コストが上昇したこと。3つ目は、2026年3月期の酸化チタン事業撤退に伴い、減損損失を計上したことである。また、プライム市場全体の平均PERは17.4倍、プライム市場の化学業界平均PERは25.2倍となっており、当社および同業他社はその平均を大幅に下回っている。

【図表6】過去10年間におけるPERの同業他社比較



(倍)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	15.88	16.95	17.59	22.99	15.40	16.30	-12.12	5.18	13.57	-4.60
石原産業	5.91	4.71	8.68	17.65	5.95	17.66	8.58	3.89	6.15	7.02
テイカ	8.27	8.23	7.34	16.72	15.08	13.84	19.55	11.87	10.53	19.00
日本化学工業	15.31	9.20	8.00	8.16	13.86	12.02	10.30	6.83	20.64	11.00
戸田工業	41.99	-2.94	-6.02	24.30	-	-2.43	-2.97	5.72	4.90	-3.33
クレハ	10.32	16.93	10.78	12.67	10.88	9.76	8.40	11.46	11.50	17.21
ADEKA	12.52	12.81	10.14	12.34	10.86	10.43	10.13	10.35	14.24	12.28
第一稀元素化学工業	5.78	7.03	4.51	11.21	8.71	8.72	16.39	18.93	6.90	20.56
荒川化学工業	10.46	10.67	8.36	14.55	8.71	17.27	11.75	16.54	-4.18	-20.48

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

(3) PBR の同業他社比較

$$\text{PBR (倍)} = \frac{\text{株価}}{1 \text{ 株当たり自己資本}}$$

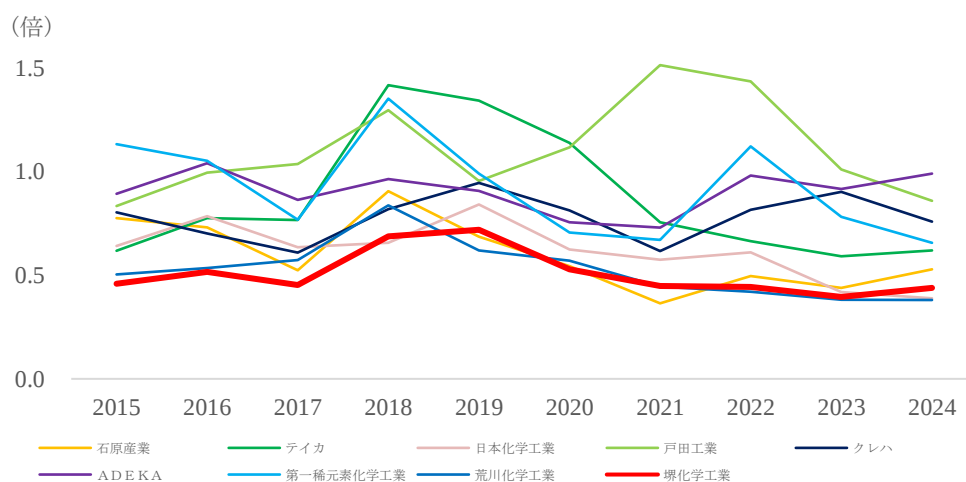
*PBR: 株価純資産倍率 (Price Book-value Ratio)

PBR は自己資本比率の高さから、同業他社と比較すると低い水準にある。

PBR は上記の計算式から算出される。これは株価を一株当たりの自己資本で基準化することで、現在の株価が企業の資産価値に対して割高か割安かを判断できる指標である。PBR の値は ROE に直結することから、ROE の向上を図る当社にとって PBR の更なる向上が求められる。

図表 7 は当社と同業他社の過去 10 年間における PBR の推移をグラフ化したものである。当社の PBR は、同業他社と比較すると低い水準で推移している。2024 年 3 月期には PBR が 0.44 倍を記録した。ここで、特徴的な動きをしている同業他社に注目する。2018 年に上昇しているテイカと 2021 年に上昇している戸田工業の 2 社である。テイカは自己資本比率の変動があまり見られないため、ここでの上昇要因は、株価の変動であると考えられる。一方、戸田工業は、自己資本比率の変動が激しく、その影響により PBR も変動しており、ここでの上昇も自己資本比率の変動が要因であると推測できる。また、プライム市場全体の平均 PBR は 1.4 倍、プライム市場の化学業界平均は 1.5 倍となっており、当社および同業他社はその平均を大幅に下回っている。

【図表 7】過去 10 年間における PBR の同業他社比較



(倍)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	0.46	0.52	0.45	0.69	0.72	0.53	0.45	0.44	0.40	0.44
石原産業	0.77	0.73	0.52	0.90	0.69	0.54	0.36	0.50	0.44	0.53
テイカ	0.62	0.78	0.77	1.42	1.34	1.14	0.76	0.66	0.59	0.62
日本化学工業	0.64	0.78	0.64	0.66	0.84	0.62	0.58	0.61	0.42	0.39
戸田工業	0.83	0.99	1.04	1.30	0.95	1.12	1.51	1.43	1.01	0.86
クレハ	0.80	0.70	0.61	0.82	0.94	0.81	0.62	0.82	0.90	0.76
ADEKA	0.89	1.04	0.86	0.96	0.91	0.75	0.73	0.98	0.92	0.99
第一稀元素化学工業	1.13	1.05	0.77	1.35	0.99	0.71	0.67	1.12	0.78	0.66
荒川化学工業	0.50	0.53	0.57	0.84	0.62	0.57	0.45	0.42	0.38	0.38

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

(4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

$$\text{EV/EBITDA (倍)} = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債} - \text{保有現預金}}{\text{営業利益} + \text{減価償却費}}$$

*EV：事業価値 (Enterprise Value)

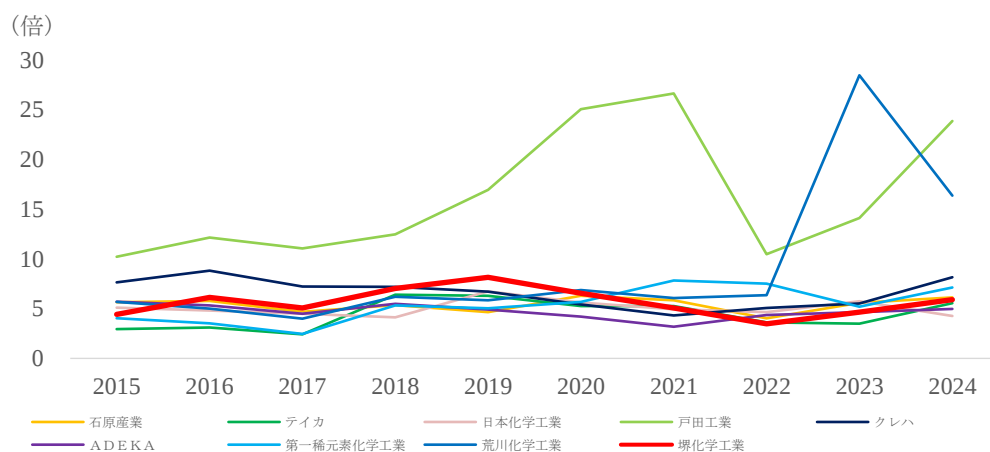
*EBITDA：利払前税引前償却前利益 (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)

当社の EV/EBITDA 倍率は時価総額の増減に伴って、変化している。近年は営業利益の減少により EV/EBITDA 倍率も上昇傾向にある。

EV/EBITDA 倍率は上記の計算式から算出される。これは企業を買収した場合に、何年で投資資金を回収できるかを示す指標である。

図表 8 は、当社と同業他社の過去 10 年間における EV/EBITDA 倍率の推移をグラフ化したものである。2017 年 3 月期から 2021 年 3 月期にかけて、当社の EV/EBITDA 倍率は時価総額の増減に伴い少し変化した。過去 10 年間を通して 5 倍程度を安定的に推移している。同業他社と比較すると、中程度に位置している。ここで、特徴的な動きをしている同業他社に注目する。過去 10 年間を通して高い値を取っている戸田工業と、2023 年に急上昇している荒川化学工業である。この要因について戸田工業は、営業利益と減価償却費が低いため EV/EBITDA 倍率は高い値を取り続けている。荒川化学工業も同様に、直近 2 年間で営業利益が大幅に減少したため、急激に上昇している。しかし、一般的 EV/EBITDA 倍率の平均は 8 倍程度と言われており、当社及び同業他社は比較的低い値であることがわかる。

【図表 8】過去 10 年間ににおける EV/EBITDA 倍率の同業他社比較



(倍)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	4.41	6.13	5.06	7.02	8.15	6.54	5.07	3.48	4.65	5.90
石原産業	5.66	5.79	4.68	5.36	4.66	6.30	5.83	4.03	5.59	6.13
テイカ	2.95	3.12	2.42	6.40	6.29	5.25	5.25	3.62	3.49	5.55
日本化学工業	5.11	4.82	4.50	4.13	6.74	5.62	4.95	4.64	5.75	4.25
戸田工業	10.22	12.16	11.06	12.48	16.95	25.06	26.63	10.49	14.10	23.85
クレハ	7.63	8.82	7.21	7.19	6.72	5.44	4.32	5.05	5.53	8.15
ADEKA	5.70	5.34	4.50	5.50	4.90	4.21	3.18	4.37	4.65	4.98
第一稀元素化学工業	4.04	3.52	2.46	5.33	5.03	5.69	7.83	7.52	5.21	7.12
荒川化学工業	5.68	5.02	3.99	6.19	5.85	6.88	6.07	6.36	28.45	16.35

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

5. 財務分析：利益率の低下と財務レバレッジの低さが経営効率に影響

(1) ROE の同業他社比較

$$\text{ROE}(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \times 100$$

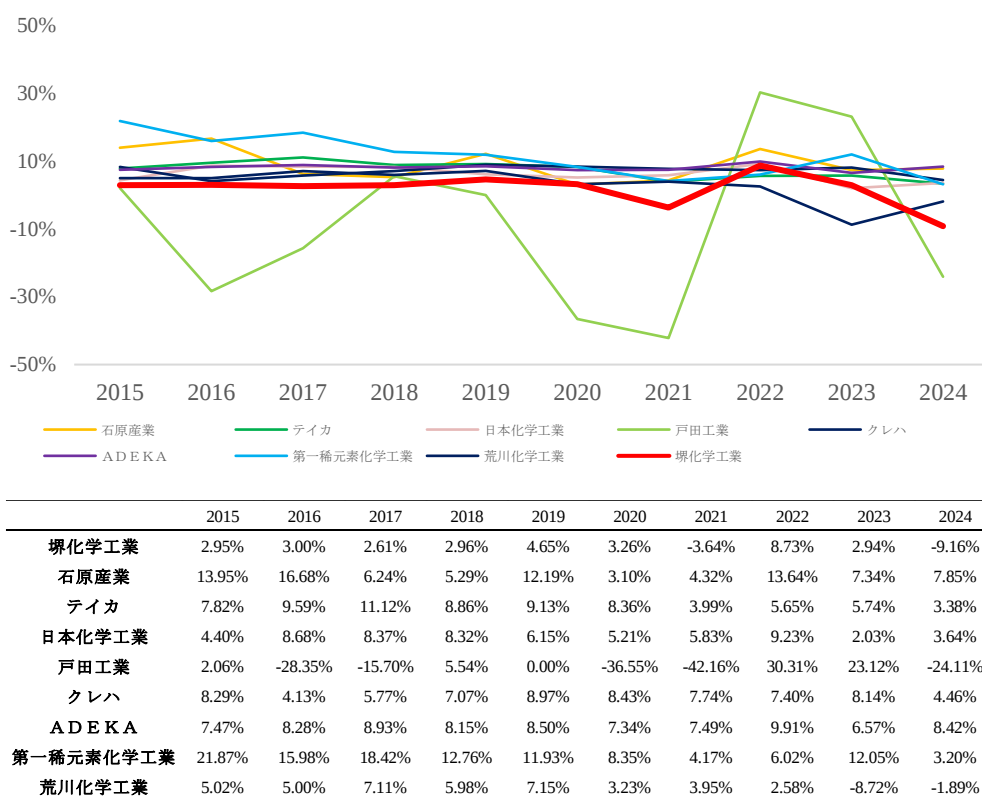
*ROE：自己資本当期純利益率 (Return On Equity)

ROE は同業他社と比較して低い水準で推移。

ROE は上記の計算式から算出される。これは自己資本の期中平均に対して、今期中にどれほど当期純利益を稼いだかを示す指標である。

図表 9 は、当社と同業他社の過去 10 年間の ROE の推移をグラフ化したものである。2022 年 3 月期には当社の ROE は 8.73% と最も高い値となった。主な要因として、電子材料市場の回復や円安影響による当期純利益の増加が挙げられる。一方、2024 年 3 月期の ROE は -9.16% となり、過去 10 年間で最も低い値を記録した。同業他社と比較すると、当社の ROE は一貫して低い水準で推移しており、当期は下から 2 番目の値であった。

【図表 9】過去 10 年間における ROE の同業他社比較



出所)日経 Needs FQ より筆者作成

本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

(2) ROE の分析

(2)-1 デュポン分解

ROE をデュポン分解することでさらなる要因に迫る。

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$

$$= \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

売上高当期純利益率

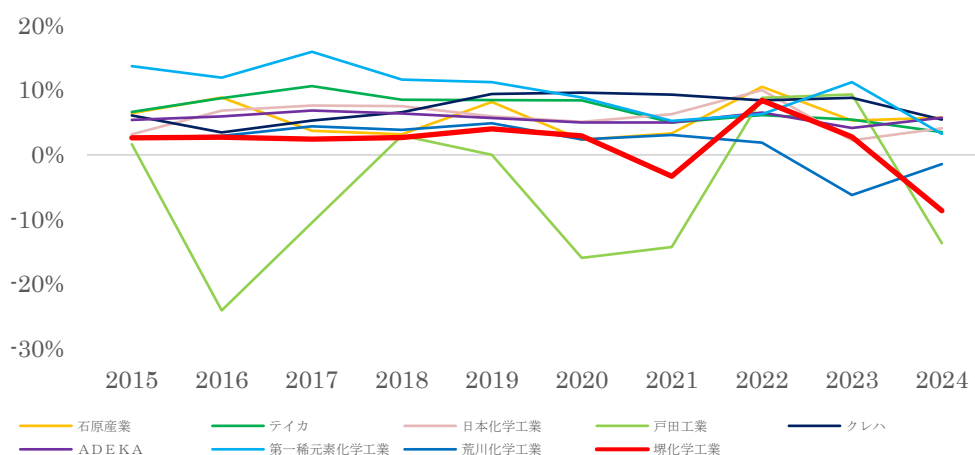
当社の売上高当期純利益は一貫して同業他社より低い水準にある。

売上高当期純利益率は、売上高に占める当期純利益の割合を示す指標である。

図表 12 は、当社と同業他社の過去 10 年間における売上高当期純利益率の推移をグラフ化したものである。当社の 2024 年 3 月期における売上高当期純利益率は 8.64% であり、同業他社と比較して低い値となっている。2015 年 3 月期以降の推移を見ても、一貫して同業他社より低い水準で推移している。2024 年 3 月期の売上高当期純利益率が低くなった背景には、減損損失を計上した影響で当期純利益が赤字となったことが挙げられる。

しかし、減損損失の影響を控除しても当社の売上高当期純利益率は低い水準である。その要因を分析するため、売上高総利益率の推移をみると、売上高当期純利益率の推移と類似していることが分かった。そのため、当社の売上高当期純利益率が低い水準である要因は、売上高総利益率の低さにあるといえる。2024 年 3 月期における当社の売上高原価率は 79.47% と同業他社と比較して高い水準であり、当期純利益率を向上させるためには、原価を抑えていく必要がある。

【図表 12】過去 10 年間における売上高当期純利益率の同業他社比較



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	2.62%	2.74%	2.43%	2.67%	4.03%	2.91%	-3.30%	8.42%	2.80%	-8.64%
石原産業	6.45%	8.89%	3.74%	3.19%	8.16%	2.33%	3.31%	10.54%	5.29%	5.77%
テイカ	6.63%	8.79%	10.64%	8.52%	8.46%	8.43%	5.02%	6.14%	5.45%	3.52%
日本化学工業	3.20%	6.85%	7.64%	7.54%	5.96%	5.12%	6.30%	10.02%	2.25%	4.13%
戸田工業	1.64%	-24.08%	-10.49%	2.99%	0.00%	-15.94%	-14.27%	8.82%	9.35%	-13.65%
クレハ	6.12%	3.47%	5.29%	6.58%	9.40%	9.63%	9.33%	8.41%	8.82%	5.47%
ADEKA	5.43%	5.95%	6.86%	6.40%	5.70%	5.00%	5.02%	6.56%	4.16%	5.75%
第一稀元素化学工業	13.72%	11.94%	15.95%	11.63%	11.25%	8.85%	5.26%	6.30%	11.25%	3.24%
荒川化学工業	2.72%	2.92%	4.41%	3.85%	4.89%	2.37%	3.07%	1.87%	-6.22%	-1.44%

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

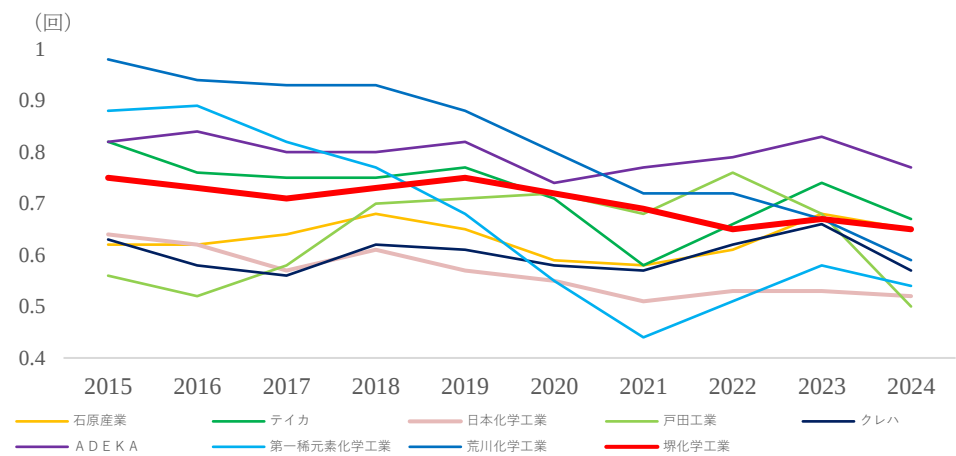
総資本回転率

過去 10 年間で緩やかに
右下がりの変化を見せる。
同業他社と比較して
標準的である。

総資本回転率とは、企業が所有する資本をどの程度活用して売上を上げているかを
示す指標である。数値が高いほど、資本を効率的に活用しているといえる。
図表 13 は、当社と同業他社の過去 10 年間における総資本回転率の推移をグラフ
化したものである。当社の 2024 年 3 月期総資本回転率は 0.65 回である。過去 10
年間の総資本回転率は緩やかな右肩下がりの傾向がみられ、0.70 回前後を推移して
いる。同業他社と比較すると 2024 年 3 月期は上から 3 番目に位置している。

一方、2024 年 3 月期において総資本回転率が最も高いのは ADEKA の 0.77 回であ
り、過去 10 年間においても 0.8 倍前後の高い水準で安定している。つまり、当社
と比較して資産の効率性が高いといえる。

【図表 13】 過去 10 年間における総資本回転率の同業他社比較



本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

(回)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	0.75	0.73	0.71	0.73	0.75	0.72	0.69	0.65	0.67	0.65
石原産業	0.62	0.62	0.64	0.68	0.65	0.59	0.58	0.61	0.68	0.65
テイカ	0.82	0.76	0.75	0.75	0.77	0.71	0.58	0.66	0.74	0.67
日本化学工業	0.64	0.62	0.57	0.61	0.57	0.55	0.51	0.53	0.53	0.52
戸田工業	0.56	0.52	0.58	0.7	0.71	0.72	0.68	0.76	0.68	0.5
クレハ	0.63	0.58	0.56	0.62	0.61	0.58	0.57	0.62	0.66	0.57
ADEKA	0.82	0.84	0.8	0.8	0.82	0.74	0.77	0.79	0.83	0.77
第一稀元素化学工業	0.88	0.89	0.82	0.77	0.68	0.55	0.44	0.51	0.58	0.54
荒川化学工業	0.98	0.94	0.93	0.93	0.88	0.8	0.72	0.72	0.67	0.59

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

財務レバレッジ

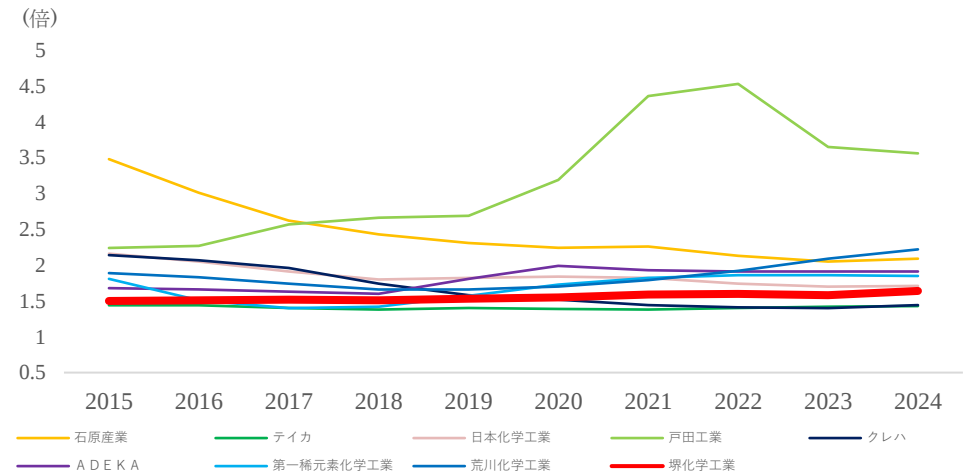
過去 10 年はほぼ横ばいで 1.5 倍を推移している。この水準は同業他社内では低水準である。

財務レバレッジとは、自己資本に対する総資本の倍率を示す指標である。数値が低いほど自己資本比率が高いといえる。

図表 14 は、当社と同業他社の過去 10 年間ににおける財務レバレッジの推移をグラフ化したものである。当社の 2024 年 3 月期の財務レバレッジは 1.64 倍であり、過去 10 年間はほぼ横ばいで 1.5 倍前後を推移している。また、同業他社と比較すると、当社の財務レバレッジは相対的に低い。

2016 年 3 月期以降大きく財務レバレッジを向上させている企業は戸田工業である。戸田工業の 2024 年 3 月期の財務レバレッジは 3.56 倍と同業他社と比較しても高い水準である。

【図表 14】 過去 10 年間ににおける財務レバレッジの同業他社比較



本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

(倍)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	1.50	1.51	1.52	1.51	1.53	1.55	1.59	1.60	1.58	1.64
石原産業	3.48	3.01	2.62	2.43	2.31	2.24	2.26	2.13	2.05	2.09
テイカ	1.44	1.44	1.40	1.38	1.40	1.39	1.38	1.40	1.42	1.43
日本化学工業	2.16	2.05	1.91	1.80	1.82	1.84	1.82	1.74	1.70	1.71
戸田工業	2.24	2.27	2.57	2.66	2.69	3.19	4.36	4.53	3.65	3.56
クレハ	2.14	2.07	1.96	1.74	1.58	1.52	1.44	1.41	1.40	1.44
ADEKA	1.68	1.66	1.63	1.60	1.81	1.99	1.93	1.91	1.91	1.91
第一稀元素化学工業	1.81	1.51	1.40	1.42	1.57	1.73	1.82	1.86	1.86	1.85
荒川化学工業	1.89	1.83	1.74	1.66	1.66	1.70	1.79	1.92	2.09	2.22

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

ROEの目標値達成には、売上高当期純利益率を高め、高当期純利益率を高くすることが求められる。

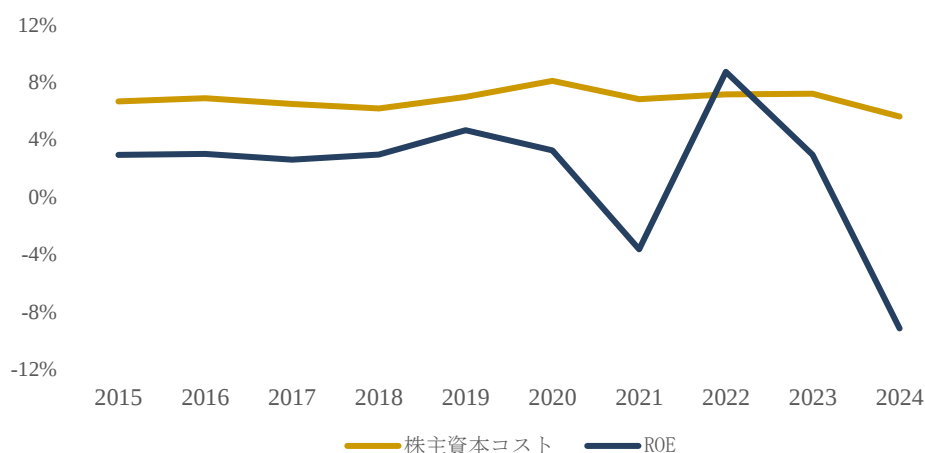
この分解分析の結果から、当社のROEの推移には売上高当期純利益率と財務レバレッジが大きく影響していると考えられる。当社の財務レバレッジは低い水準であるため、負債比率を上げて財務レバレッジを高めることもROE改善の方法の一つと言える。しかし、ROEが低い主要因は当期純利益の低さにあるため、ROEの改善に向けて安易に財務レバレッジを上げることは十分な検討が必要である。したがって、新中期経営計画で掲げられている「資本コストを上回るROEの達成」を実現するには、売上高当期純利益率の向上が求められる。

(2)-2 ROEと株主資本コストの比較

2022年を除いてROEが株主資本コストを上回っていない。

図表10は、当社のROEと株主資本コストの推移をグラフ化したものである。株主資本コストとは、株主がリスクに応じて要求するリターン水準の水準である。過去10年間で、当社のROEは2022年を除き、常に株主資本コストを下回っている。2020年までは株主資本コストとROEの双方が安定していたが、2020年以降、当期純利益の変動によりROEが大きく変動している。

【図表10】過去10年間におけるROEと株主資本コストの比較



本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
β 値	1.03	1.06	1.00	0.95	1.07	1.25	1.05	1.10	1.12	0.84
TOPIXの伸び率	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
無リスク利率	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.6%	0.9%
リスクプレミアム	6.10%	6.50%	6.40%	6.40%	6.50%	6.50%	6.40%	6.30%	5.90%	5.60%
株主資本コスト	6.66%	6.89%	6.48%	6.19%	6.97%	8.10%	6.82%	7.15%	7.21%	5.60%
ROE	2.95%	3.00%	2.61%	2.96%	4.65%	3.26%	-3.64%	8.73%	2.94%	-9.16%

出所)日経 Needs FQ, 財務省公表データより筆者作成

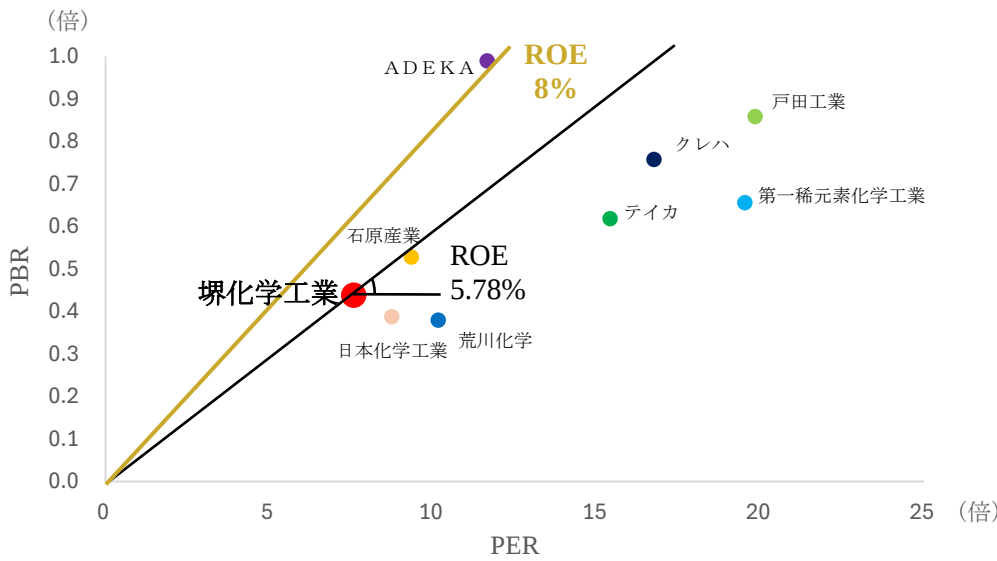
(2)-3 マトリクス分析

ROE 8 %達成のためにはPBRを1倍に近づける必要がある。

図表 11 は、縦軸を PBR、横軸を PER とするマトリクス上で、ROE を直線の傾きとして視覚的に表現したものである。なお、当社と戸田工業、荒川化学工業の 3 社が 2024 年 3 月期の当期純利益が赤字であったため、PER がマイナスとなる。そのため、マトリクス上での比較ができない。したがって、当期純利益の代替数値として、各社の 2025 年 3 月期第 1 四半期決算短信に記載されている 2025 年通年予測値を使用した。図表 11 では当社が新中期経営計画で目標値として掲げる ROE 8%を黄線で示している。

当社の今期予測 ROE は 5.78%と同業他社と比較して 2 番目に高いものの、PER と PBR はいずれも同業他社と比較して低い値を示す。このことから、当社は投資家から、資本効率が悪く、将来の成長期待も低いと判断されている可能性がある。つまり、当社の今期予測 ROE 5.78%は持続性が乏しく現状の水準を維持することは難しいと判断されている。これは考えられるひとつの推測にすぎないが、今後更なる ROE の向上を目指すためには投資家からの期待を取り戻すことが求められる。

【図表 11】 2024 年 3 月期における ROE の同業他社比較



本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

(3) ROIC の同業他社比較

$$\text{ROIC (\%)} = \frac{\text{税引後営業利益}}{\text{自己資本} + \text{有利子負債}} \times 100$$

$$= \text{税引後営業利益率} \times \text{投下資本回転率}$$

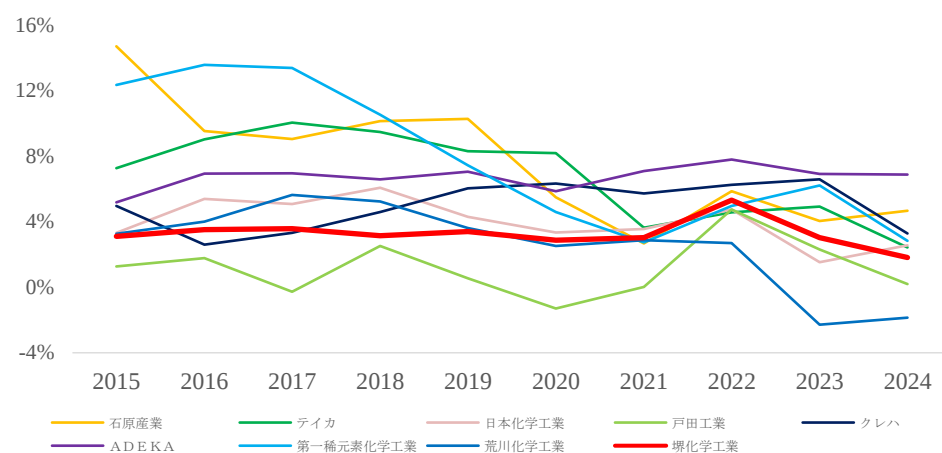
*ROIC：投下資本利益率 (Return On Invested Capital)

近年の ROIC は低迷傾向にあり、税引後営業利益率の向上が ROIC 向上の鍵となる。

ROIC は上記の計算式から算出される。これは企業が事業に投下した資本からどれほどの利益を生み出したかを示す指標である。

図表 15 は、当社と同業他社の過去 10 年間ににおける ROIC の推移をグラフ化したものである。当社の ROIC は過去 10 年間にほぼ横ばいで 3%前後を推移しており、同業他社と比較しても低い値である。2022 年 3 月期には一時的に高い値を記録したが、その後は低下を続けている。2024 年 3 月期には 1.88%と、過去 10 年間で最も低い値となった。この主な要因は、税引後営業利益率の低下にあり、今後は税引後営業利益率を改善することで ROIC の向上が期待される。

【図表 15】過去 10 年間ににおける ROIC の同業他社比較



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	3.11%	3.53%	3.58%	3.16%	3.41%	2.88%	3.04%	5.32%	3.03%	1.82%
石原産業	6.11%	4.68%	4.93%	6.09%	6.51%	3.45%	2.66%	5.83%	4.02%	4.65%
テイカ	7.28%	8.98%	10.01%	9.45%	8.29%	8.18%	3.63%	4.57%	4.92%	2.44%
日本化学工業	3.33%	5.40%	5.09%	6.08%	4.31%	3.35%	3.56%	4.75%	1.53%	2.57%
戸田工業	1.28%	1.78%	-0.28%	2.53%	0.54%	-1.29%	0.02%	4.74%	2.30%	0.20%
クレハ	4.96%	2.60%	3.32%	4.58%	6.02%	6.24%	5.66%	6.19%	6.48%	3.24%
ADEKA	5.16%	6.92%	6.94%	6.57%	7.02%	5.86%	7.09%	7.78%	6.91%	6.83%
第一稀元素化学工業	12.36%	13.59%	13.40%	10.54%	7.44%	4.60%	2.74%	4.96%	6.21%	2.83%
荒川化学工業	3.25%	4.00%	5.63%	5.23%	3.60%	2.51%	2.88%	2.69%	-2.28%	-1.86%

出所)日経 Needs FQ より筆者作成

(4) ROA の同業他社比較

$$\text{ROA}(\%) = \frac{\text{事業利益}}{\text{総資産}} \times 100$$

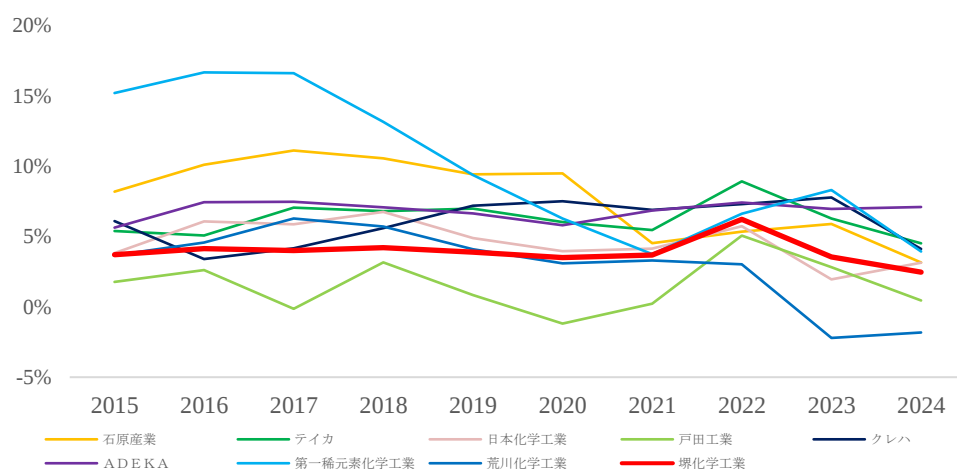
*ROA：総資産利益率 (Return On Assets)

営業利益の低下により当期の ROA は低下した。2022 年 3 月期は電子材料市場の回復が営業利益に寄与し、ROA が上昇する。

ROA は上記の計算式から算出される。これは、企業が所有する資産からどれほど利益を生み出したかを測る指標である。

図表 16 は、当社と同業他社の過去 10 年間の ROA の推移をグラフ化したものである。2015 年 3 月期以降、ROA は平均して 4% 前後と同業他社と比較して低い水準で推移している。2022 年 3 月期には、新型コロナウイルス蔓延に伴い、電子材料市場の需要が拡大したことで、当社を含め同業他社も ROA が上昇した。しかし、2024 年度 3 月期には、総資産が減少しただけでなく営業利益も低下したため、当社の ROA は 2.47% と、過去 10 年間で最も低い値となった。

【図表 16】過去 10 年間ににおける ROA の同業他社比較



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
堺化学工業	3.72%	4.14%	4.02%	4.22%	3.90%	3.52%	3.69%	6.23%	3.56%	2.47%
石原産業	6.74%	5.18%	5.44%	6.41%	6.84%	3.79%	3.03%	6.33%	4.39%	5.31%
テイカ	8.20%	10.11%	11.13%	10.58%	9.43%	9.50%	4.54%	5.36%	5.89%	3.16%
日本化学工業	3.82%	6.09%	5.89%	6.76%	4.91%	3.97%	4.15%	5.75%	1.96%	3.14%
戸田工業	1.77%	2.62%	-0.14%	3.16%	0.85%	-1.19%	0.24%	5.07%	2.83%	0.47%
クレハ	6.10%	3.41%	4.17%	5.60%	7.20%	7.53%	6.90%	7.31%	7.78%	4.12%
ADEKA	5.64%	7.44%	7.48%	7.09%	6.66%	5.81%	6.86%	7.42%	6.97%	7.11%
第一稀元素化学工業	15.22%	16.68%	16.62%	13.16%	9.38%	6.30%	3.75%	6.63%	8.32%	3.95%
荒川化学工業	3.66%	4.59%	6.29%	5.72%	4.10%	3.11%	3.30%	3.02%	-2.21%	-1.83%

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

6. DCF 法を用いた理論株価算定：2つのシナリオで理論株価を算定

DCF 法を用いて当社の理論株価の算定を行う。DCF 法とは、企業が将来獲得すると予想されるフリーキャッシュフロー (FCF) を資本コストで割り引くことで企業の現在価値 (PV) を算定する手法である。PV の算定は下記の式を用いる。

$$PV = \frac{FCF_1}{1 + r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \frac{FCF_3}{(1 + r_{wacc})^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1 + r_{wacc})^n} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t}$$

本レポートでは、将来 FCF 予測において今後 5 年間（2025 年 3 月期から 2029 年 3 月期）の予測を行い、6 年目以降は一定の成長率で未来永劫 FCF を獲得し続けると仮定する（継続価値）。

予測は弱気シナリオと強気シナリオの 2 つのシナリオで行う。弱気シナリオとは、過去と同様の成長スピードで今後も成長することを仮定したシナリオである。各セグメントの過去 3 年間の売上高の年平均成長率と営業利益率の平均値をもとに将来の業績を予測する。また、強気シナリオとは、当社の発表した新中期経営計画『変革・BEYOND2030』を達成しその後もさらに成長することを仮定したシナリオである。新中期経営計画の内容をもとにした将来の業績を予測する。

(1) 将来 FCF 予測

弱気シナリオ

過去 3 年の成長率を維持して今後 5 年間推移すると FCF は低下する。

将来 5 年間の売上高の予測には、2022 年 3 月期から 2024 年 3 月期にかけての売上高の年平均成長率を前年比の売上高成長率として使用する。また、営業利益の予測に関しては、2022 年 3 月期から 2024 年 3 月期にかけての営業利益率の平均値を各年の営業利益率として使用する。この売上高成長率と営業利益率を各事業に適用し、全事業合計の売上高及び営業利益を算出し、将来の FCF を予測する。

弱気シナリオでは、営業利益は増加するものの、それを上回る設備投資、減価償却費、運転資本の増加が見込まれる。そのため、FCF は減少していくと予測する。

化学事業

各事業の売上高及び営業利益の予測は以下のとおりである。

【図表 17】 化学事業の売上高と営業利益予測（弱気シナリオ）

(百万円)

電子材料	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	8,978	8,164	7,424	6,751	6,139	5,583
売上高成長率（対前年比）	0.44%	-9.06%	-9.06%	-9.06%	-9.06%	-9.06%
営業利益	280	799	727	661	601	546
営業利益率	3.12%	9.79%	9.79%	9.79%	9.79%	9.79%

※売上高の年平均成長率:-9.06%、営業利益率の平均値:9.79%

化粧品材料	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	2,498	2,517	2,537	2,556	2,576	2,596
売上高成長率（対前年比）	-10.47%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
営業利益	-93	201	202	204	205	207
営業利益率	-3.72%	7.97%	7.97%	7.97%	7.97%	7.97%

※売上高の年平均成長率:0.77%、営業利益率の平均値:7.97%

有機化学品	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	7,813	8,071	8,338	8,614	8,898	9,193
売上高成長率（対前年比）	-2.51%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%
営業利益	1,395	1,620	1,673	1,729	1,786	1,845
営業利益率	17.85%	20.07%	20.07%	20.07%	20.07%	20.07%

※売上高の年平均成長率:3.31%、営業利益率の平均値:20.07%

衛生材料	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	5,455	5,489	5,523	5,557	5,592	5,626
売上高成長率（対前年比）	-0.75%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
営業利益	404	357	359	361	363	366
営業利益率	7.41%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%

※売上高の年平均成長率:0.62%、営業利益率の平均値:6.50%

受託加工	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	6,177	5,825	5,492	5,179	4,884	4,605
売上高成長率（対前年比）	-1.07%	-5.70%	-5.70%	-5.70%	-5.70%	-5.70%
営業利益	546	642	605	571	538	507
営業利益率	8.84%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%

※売上高の年平均成長率:-5.70%、営業利益率の平均値:11.02%

酸化チタン・亜鉛製品	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	14,269	14,803	15,357	15,932	16,528	17,147
売上高成長率（対前年比）	-5.30%	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%
営業利益	-432	117	121	126	130	135
営業利益率	-3.03%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%

※売上高の年平均成長率:3.74%、営業利益率の平均値:0.79%

樹脂添加剤	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	13,418	13,908	14,416	14,943	15,488	16,054
売上高成長率（対前年比）	0.48%	3.65%	3.65%	3.65%	3.65%	3.65%
営業利益	636	719	745	772	800	829
営業利益率	4.74%	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%

※売上高の年平均成長率:3.65%、営業利益率の平均値:5.17%

触媒	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	3,527	3,470	3,414	3,359	3,304	3,251
売上高成長率（対前年比）	-15.88%	-1.62%	-1.62%	-1.62%	-1.62%	-1.62%
営業利益	73	134	131	129	127	125
営業利益率	2.07%	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%	3.85%

※売上高の年平均成長率:-1.62%、営業利益率の平均値:3.85%

その他	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	11,975	13,187	14,522	15,991	17,610	19,392
売上高成長率（対前年比）	0.71%	10.12%	10.12%	10.12%	10.12%	10.12%
営業利益	38	-23	-25	-28	-31	-34
営業利益率	0.32%	-0.18%	-0.18%	-0.18%	-0.18%	-0.18%

※売上高の年平均成長率:10.12%、営業利益率の平均値:-0.18%

医療事業

売上高及び営業利益の予測は以下のとおりである。

【図表 18】医療事業の売上高と営業利益予測（弱気シナリオ）

（百万円）

医療事業	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	7,995	8,047	8,099	8,152	8,205	8,258
売上高成長率（対前年比）	1.61%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
営業利益	86	264	265	267	269	271
営業利益率	1.08%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%

※売上高の年平均成長率:0.65%、営業利益率の平均値:3.28%

全事業合計

化学事業と医療事業の売上高及び営業利益予測の合計は以下のとおりである。

【図表 19】 全事業合計の売上高と営業利益予測(弱気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	82,105	83,481	85,122	87,033	89,224	91,704
営業利益	2,933	4,828	4,804	4,791	4,789	4,798
営業利益率	3.57%	5.78%	5.64%	5.50%	5.37%	5.23%

税金

法人税率(t)を 30%として算出する。

減価償却費

減価償却費の予測は 2024 年 3 月期の売上高減価償却費率である 5.30%を各年の売上高に乗じて算出する。

【図表 20】 減価償却費予測(弱気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
減価償却費	4,354	4,427	4,514	4,615	4,732	4,863
売上高	82,105	83,481	85,122	87,033	89,224	91,704
減価償却費/売上高	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%	5.30%

設備投資

設備投資額の予測は 2024 年 3 月期の売上高設備投資比率である 4.90%を各年の売上高に乗じて算出する。

【図表 21】 設備投資額予測(弱気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
設備投資額	4,024	4,092	4,172	4,266	4,373	4,495
売上高	82,100	83,481	85,122	87,033	89,224	91,704
設備投資/売上高	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%

運転資本増加額

運転資本の予測は 2024 年 3 月期の運転資本回転率である 59.98%を各年の売上高に乗じて予測する。このように算出された運転資本を前年と比較することで、運転資本の増加額を算出する。

【図表 22】 運転資本増加額予測(弱気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
運転資本	49,250	50,075	51,060	52,206	53,520	55,008
運転資本増加額	181	825	984	1,147	1,314	1,488

将来 FCF

FCF は下記の計算式を用いて算出する。

$$\text{FCF} = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増加額}$$

【図表 23】 将来 FCF 予測(弱気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
営業利益	2,933	4,828	4,804	4,791	4,789	4,798
(-) 税金	1,088	1,448	1,441	1,437	1,437	1,439
(+) 減価償却費	4,354	4,427	4,514	4,615	4,732	4,863
(-) 設備投資額	4,024	4,092	4,172	4,266	4,373	4,495
(-) 運転資本増加額	181	825	984	1,147	1,314	1,488
FCF	1,994	2,889	2,720	2,557	2,397	2,239

新中期経営計画をもとに予測。成長事業の伸びにより FCF は大きく増加する。

強気シナリオ

当社は、2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期にかけて新中期経営計画『変革・BEYOND2030』を発表した。本レポートでは、この新中期経営計画において当社が予測する業績をもとに今後 5 年間の FCF を予測する。

化学事業

電子材料

シリコンサイクルの波に乗り、飛躍的な成長を遂げる。2028 年 3 月期以降は、シリコンサイクルの影響をうけて、厳しい状況となる。

電子材料は、半導体の需要に基づくシリコンサイクルをもとに予測をおこなう。シリコンサイクルは 2024 年 3 月期第 2 四半期に底を打ち、その後は上昇期に入り、2027 年にピークを迎え、以降は下降期に入ると予測する。

2025 年 3 月期の売上高は、四半期ごとの売上高の変動が小さいことから、2025 年度 3 月期第 1 四半期売上高を 4 倍した数値を用いる。営業利益率は前年と比較して回復していくと考え、9%と設定する。

2026 年 3 月期は、シリコンサイクル上昇の波に乗るとともに、シェアの拡大によって市場の伸びを超えた成長を実現し、売上高成長率は 15%と予測する。営業利益率は、原燃料価格の低下や価格是正の浸透、高収益製品の売上拡大により、12%まで上昇すると予測する。

2027 年 3 月期の売上高は、前年の成長が継続され、売上高成長率は 15%を適用する。営業利益率は、価格是正の浸透が続くとともに、高収益製品のさらなる売上拡大により 15%と予測する。

2028 年 3 月期は、AI や 5G などによる半導体需要の高まりが収束して、シリコンサイクルの下降期間となるため、売上高成長率は-5%と予測する。営業利益率は、シリコンサイクル下降による高収益製品の販売減少と販売構成比の悪化、新製品開発に伴うコスト増加の影響を受け、7%まで低下する。

2029 年 3 月期は、引き続きシリコンサイクルの下降により半導体の需要が低下するため、売上高成長率は-8%と予測する。営業利益率は、2028 年 3 月期の減少要因に加えて、新製品の開発によるさらなるコスト増加が影響し、利益率は4%に低下すると予測する。

【図表 24】電子材料事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	8,978	12,412	14,274	16,415	15,594	14,347
売上高成長率(対前年比)	0.44%	38.25%	15.00%	15.00%	-5.00%	-8.00%
営業利益	280	1,117	1,713	2,462	1,092	430
営業利益率	3.12%	9.00%	12.00%	15.00%	7.00%	3.00%

化粧品材料

新製品が市場に評価されることで、当事業の基盤は盤石なものとなる。

2025 年 3 月期の業績予測は当社発表の 2025 年 3 月期売上高予測値を使用する。売上の予測を既存製品と新製品の 2 つの側面から分析する。

1 つ目は、既存製品である。当社が 2022 年 3 月期から開始した従来の化粧品材料(新製品を除く)についてである。当社は化粧品市場の市場成長率を 5%としており、これを基準に、年率 5%で 2026 年 3 月期以降の売上を予測する。

2 つ目は、新製品についてである。新製品のひとつに「超微粒子酸化亜鉛 FINEX シリーズ」がある。当製品は、従来の酸化亜鉛製品が持つ機能と比較して、特に紫外線防御性能が高く、細かい粒子により透明感のある自然な仕上がりが見られる点で際立っている。当製品は、2025 年度から世界 No.1 化粧品メーカーでの採用が決定しており、これにより当社のブランド力がさらに強化されると見込まれる。また、この採用を契機として、他の海外企業への販売拡大も積極的に推進される予定だ。したがって、2026 年 3 月期の売上高予測を No.1 メーカーに対して 3,000 百万円、他企業に対しての売上高は 1,500 百万円とする。2026 年 3 月期以降の売上高予測は、No.1 企業に対して成長率 5%、他企業に対しては、拡販に成功するとして成長率 10%を適用して算出する。

また、もう 1 つの新製品としてマイクロプラスチックビーズ(以下、MPB)代替製品の「ばりまる・かるまる」がある。MPB は、使用感の向上を目的に化粧品などに配合されているものである。近年は環境や人体、生態系への影響を考慮し、欧州を中心に MPB 製品の使用規制が進んでいる。その潮流に乗り、当製品の開発は、ほぼ完成段階まで来ている。また、2026 年 2 月には当製品の量産体制が整う予定であり、本格的な生産が開始される見通しだ。欧州では MPB 代替製品への注目が早くから高まっており、当社の製品が注目されることで、拡販が進むと予測する。したがって、工場完成から 2 か月の売上高(2026 年 3 月期)を 100 百万円とし、2027 年 3 月期は 1,650 百万円とする。2028 年 3 月期から 2029 年 3 月期の予測は成長率 10%を適用して算出する。

営業利益率は、2026 年 3 月期は 17%と高水準に達する。しかし、2026 年 3 月期以降は利益率 15%と予測する。化粧品事業では当社の酸化チタン顔料級の製造過程で生まれる副産物を原材料として使用しているが、2026 年 3 月期の酸化チタン顔料級は撤退する。これに伴って、この原材料を自社で製造するまたは他社から仕入れられると考えられる。いずれにせよ、製造費用が上がると予測する。そのため、利益率も低下する。

【図表 25】化粧品材料事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	2,498	3,016	7,767	9,775	10,429	11,132
売上高成長率(対前年比)	-10.47%	20.74%	157.52%	25.86%	6.69%	6.74%
営業利益	-93	63	1,320	1,466	1,564	1,670
営業利益率	-3.72%	2.09%	17.00%	15.00%	15.00%	15.00%

有機化学品

高屈折メガネレンズはトップポジションをさらに確立させる。また CDMO 化により、当事業の成長は加速する。

2025 年 3 月期の業績予測は、当社発表の 2025 年 3 月期売上高予測値を使用する。売上の内訳は、プラスチックレンズ添加剤と医薬品原薬中間体で事業全体の半分ずつを占めている。

2026 年 3 月期の予測については、2025 年 3 月期売上高予測値の 50%にプラスチックレンズ添加剤の成長率 5~7%を適用する。当社は世界でも数社しか製造できないプラスチックレンズ添加剤を提供しており、プラスチックレンズ市場が安定的に成長することから中央値の 6%を当社製品の売上の伸びとして反映する。また、CDMO (医薬品開発生産受託機関) 化を進める医薬品原薬中間体事業は、未だ十分な実績がないことから、新規獲得が見込めないと予測し、成長率は 0%とする。

2027 年 3 月期以降は、売上高の同じく 50%を占める医薬品原薬中間体事業における CDMO 化の効果が現れると予測する。しかし、当社が製造している低分子医薬品の成長は鈍化傾向にあり、バイオ医薬品への移行が進んでいる。また、CDMO 市場には多数の企業が参入しており、競争激化が見込まれる。そのため、当社の医薬品原薬中間体事業の成長率は市場成長を下回ると予測し、成長率 3%を適用する。

また、当社は SC 有機化学株式会社を吸収合併したことにより、経営判断の柔軟性が向上し、リソースの適切な配分が可能になる。この結果、有機化学事業の効率化が促進され、営業利益率は 20%という高水準を維持できると予測する。

【図表 26】有機化学品事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	7,813	7,377	7,598	7,940	8,298	8,671
売上高成長率(対前年比)	-2.51%	-5.58%	3.00%	4.50%	4.50%	4.50%
営業利益	1,395	1,132	1,783	1,863	1,947	2,034
営業利益率	17.85%	15.34%	23.46%	23.46%	23.46%	23.46%

衛生材料

当事業では、資源の制約により積極的な投資は行われない方針である。しかし、主要な市場としているインドネシアやタイにおける人口増加・都市化を背景に衛生用品市場は拡大していくと予測する。さらに、当社は通気性フィルムの製造において高い技術力を有しており、堺商事が保持しているグローバルネットワークを活用することで、市場の伸びに沿った成長の実現が見込まれる。2025 年 3 月期の売上高は、当社発表の売上高予測値を適用する。2026 年 3 月期以降は売上高成長率を 4% として売上高を算出する。また、営業利益率は当社発表の 2025 年 3 月期営業利益率予測値である 7.79%が 5 年間維持されると予測する。

【図表 27】衛生材料事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	5,455	5,966	6,205	6,453	6,711	6,979
売上高成長率(対前年比)	-0.75%	9.37%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
営業利益	404	465	484	503	523	544
営業利益率	7.41%	7.79%	7.79%	7.79%	7.79%	7.79%

受託加工

当社発表の 2025 年 3 月期の業績予測が今後 5 年間推移すると予測する。

【図表 28】受託加工事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	6,177	6,303	6,303	6,303	6,303	6,303
売上高成長率(対前年比)	-1.07%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
営業利益	546	511	511	511	511	511
営業利益率	8.84%	8.11%	8.11%	8.11%	8.11%	8.11%

酸化チタン・亜鉛製品

2025 年 3 月期から 2026 年 3 月期までの売上高は、当社発表の 2025 年 3 月期予測値を適用する。2027 年 3 月期の売上高は、酸化チタン事業の撤退により 2026 年 3 月期の売上高の 3 分の 1 とする。また、酸化チタン事業の撤退により効率性は上がるとして、営業利益率は 12.29% とする。2028 年 3 月期から 2029 年 3 月期は 2027 年 3 月期と同様の業績とする。

【図表 29】酸化チタン・亜鉛製品事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	14,269	13,845	13,845	4,615	4,615	4,615
売上高成長率(対前年比)	-5.30%	-2.97%	0.00%	-66.67%	0.00%	0.00%
営業利益	-432	763	763	567	567	567
営業利益率	-3.03%	5.51%	5.51%	12.29%	12.29%	12.29%

樹脂添加剤

2025 年 3 月期および 2026 年 3 月期の売上高は、当社発表の 2025 年 3 月期売上高予測値を適用する。2027 年 3 月期は、2026 年 3 月期以降の国内における鉛系安定剤からの撤退により、売上高成長率を-10%として、売上高を算出する。2028 年 3 月期および 2029 年 3 月期については生産拠点のあるタイ・ベトナムの住宅建築需要を踏まえ、売上高成長率を 5%として、売上高を算出する。また、2025 年 3 月期および 2026 年 3 月期の営業利益率は、当社発表の 2025 年 3 月期営業利益率予測値を適用する。2027 年 3 月期から 2029 年 3 月期の営業利益率は、収益性の低い国内鉛系安定剤の撤退を背景に、8%に上昇すると予測する。

【図表 30】樹脂添加剤事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	13,418	14,308	14,308	12,877	13,521	14,292
売上高成長率(対前年比)	0.48%	6.63%	0.00%	-10.00%	5.00%	5.70%
営業利益	636	1,014	1,014	1,030	1,082	1,143
営業利益率	4.74%	7.09%	7.09%	8.00%	8.00%	8.00%

触媒

2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期までの売上高は、当社発表の 2025 年 3 月期売上高予測値がそのまま安定して推移すると予測する。また、当社は中長期的に当事業を成長事業への移行することを目指して、次世代触媒の開発に取り組んでいることから 2028 年 3 月期以降は売上高成長率を 3%として、売上高を算出する。一方、営

業利益率は生産拠点の整理が進むことから、近年低下傾向にあった営業利益率が回復すると予測し、5%を適用し算出する。

【図表 31】触媒事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	3,527	3,544	3,544	3,544	3,650	3,760
売上高成長率(対前年比)	-15.88%	0.48%	0.00%	0.00%	3.00%	3.00%
営業利益	73	-191	177	177	183	188
営業利益率	2.07%	-5.39%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

(百万円)

その他

当社発表の2025年3月期の業績予測が今後5年間推移すると予測する。

【図表 32】その他事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	11,975	13,553	13,553	13,553	13,553	13,553
売上高成長率(対前年比)	0.71%	13.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
営業利益	38	520	520	520	520	520
営業利益率	0.32%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%

(百万円)

医療事業

当事業は薬価改定の影響を受けない新事業の推進や培ったノウハウを生かした商品ラインナップを推進していく。これらの計画を鑑みて、2025年度3月期及び2027年3月期の売上高は、当社発表の予測値を適用し、2026年度3月期の売上高成長率は50%とした。一方、営業利益率は2025年3月期の値である1.22%を基準とし、2029年3月期まで一定で適用する。

【図表 33】医療事業の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	7,995	8,175	12,263	16,350	16,350	16,350
売上高成長率(対前年比)	1.61%	2.25%	50.00%	33.33%	0.00%	0.00%
営業利益	86	100	150	200	200	200
営業利益率	1.08%	1.22%	1.22%	1.22%	1.22%	1.22%

(百万円)

全事業の合計

化学事業と医療事業の売上高及び営業利益予測の合計は以下のとおりである。

【図表 34】全事業合計の売上高及び営業利益予測(強気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	82,105	88,499	99,659	97,825	99,024	100,001
営業利益	2,933	5,494	8,172	9,025	7,901	7,508
営業利益率	3.57%	6.21%	8.20%	9.23%	7.98%	7.51%

税金

法人税率(t)を 30%として算出する。

減価償却費

減価償却費は過去 10 年間の実績値を参考にし、4,000 百万円とする。

【図表 35】減価償却費予測(強気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
減価償却費	4,354	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

設備投資

設備投資は 2025 年 3 月期から 2027 年度 3 月期の 3 年間累計で 20,000 百万円という当社予測をもとに、各年の予測を行う。2028 年 3 月期から 2029 年 3 月期は過去の実績値を参考に 4,000 百万円とする。

【図表 36】設備投資予測(強気シナリオ)

	(百万円)					
	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
設備投資額	4,024	8,500	6,500	5,000	4,000	4,000

運転資本増加額

運転資本増加額は CCC の改善に伴って 2025 年 3 月期から 2027 年度 3 月期の 3 年間累計で 7,000 百万円減少するという当社予測をもとに、我々で各年の予測を行う。2028 年 3 月期から 2029 年 3 月期は前年までの改善を受けて増加額を 0 円とする。

【図表 37】 運転資本増加額予測(強気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
運転資本	49,250	49,240	49,210	49,180	49,180	49,180
運転資本増加額	181	-1,000	-3,000	-3,000	0	0

将来 FCF

FCF は下記の計算式を用いて算出する。

$$\text{FCF} = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増加分}$$

【図表 38】 将来 FCF 予測(強気シナリオ)

(百万円)

	2024/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
営業利益	2933	5,494	8,172	9,025	7,901	7,508
(-) 税金	1088	1,648	2,452	2,707	2,370	2,252
(+) 減価償却費	4354	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
(-) 設備投資額	4024	8,500	6,500	5,000	4,000	4,000
(-) 運転資本増加額	181	-1000	-3000	-3000	0	0
FCF	1994	346	6,220	8,317	5,530	5,255

(2) 資本コスト算定**CAPM 理論に基づく株主資本コストの算定**

$$r_e = \beta(r_m - r_f) + r_f$$

$$\beta = \frac{\text{市場全体の収益率と個別企業の収益率の共分散}}{\text{市場全体の収益率の分散}}$$

CAPM 理論に基づく株主資本コスト(r_e)は上記の計算式から算定される。

β とは市場全体に対する個別銘柄の感応度合いを表すものである。本レポートでは、過去 5 年間の TOPIX の月次株価を市場全体の収益率として用い、個別銘柄も 5 年間の月次株価を用いた結果、 β は 0.84 と算出される。

リスクプレミアム($r_m - r_f$)とは、市場全体の期待利回り(r_m)から無リスク利子率で

ある(r_f)を引いたものである。本レポートでは、市場全体の期待利回りに TOPIX の成長率を使用する。日本取引所グループの公表する TOPIX の推移をもとに、1949 年からの指数値を幾何平均すると市場全体の成長率は 6.52%と算出される。

よって、市場全体の期待利回りを 6.52%、無リスク利子率を 2024 年 10 月末時点の日本国債 10 年物利回りである 0.95%とし、株主資本コストを算定する。これらの数値を代入した結果、株主資本コストは 5.63%と算定される。

【図表 39】株主資本コストの算定に用いた数値

TOPIXの成長率(r_m)	無リスク利子率(r_f)	リスクプレミアム	β 値
6.52%	0.95%	5.57%	0.84

負債コストの算定

$$r_d = \frac{\text{支払利息}}{\text{有利子負債(期中平均)}}$$

負債コスト(r_d)は上記の計算式から算定される。2024 年度の支払利息額を有利子負債額で割ると 0.48%と算定される。

税金

法人税率(t)を 30%として算出する。

WACC の算定

DCF 法の資本コストは加重平均資本コスト（以下 WACC）を使用する。

$$\text{WACC (\%)} = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} \times (1 - t)$$

WACC は上記の計算式から算定される。弱気シナリオでは 2024 年 3 月期の自己資本および有利子負債額を用いる。一方、強気シナリオでは、当社が今後 3 年間で 8,000 百万円の株主還元を行うと発表していることを踏まえ、8,000 百万円減少させた自己資本を用いる。これらの数値を代入した結果、当社の WACC は弱気シナリオでは 4.36%、強気シナリオでは 4.26%と算定される。

【図表 40】弱気シナリオの WACC 算定に用いた数値

自己資本(E)	有利子負債(D)	株主資本コスト(r_e)	負債コスト(r_d)	実効税率(t)
77,423(百万円)	24,340(百万円)	5.63%	0.48%	30%

【図表 41】強気シナリオの WACC 算定に用いた数値

自己資本(E)	有利子負債(D)	株主資本コスト(r_e)	負債コスト(r_d)	実効税率(t)
69,423(百万円)	24,340(百万円)	5.63%	0.48%	30%

(3) 株価算定

継続価値

DCF 法による理論株価は弱気シナリオでは 2,718 円、強気シナリオでは 6,964 円と算定される。

本レポートでは 5 年間の FCF の予測を行うため、6 年目以降は 5 年目の FCF が一定の割合で成長していくと仮定し、5 年目における FCF の割引現在価値を算定する。この時の割引現在価値を継続価値と呼ぶ。

$$\text{継続価値} = \frac{\text{FCF}_5 (1+g)}{(\text{WACC}-g)}$$

継続価値は上記の計算式から算定される。本レポートでは、成長率(g)を 0%として算定する。当社の継続価値は弱気シナリオでは 51,317 百万円、強気シナリオでは、123,507 百万円と算定される。

事業価値

事業価値とは企業が純粋に事業のみで獲得したキャッシュの割引現在価値のことである。

$$\text{事業価値} = \frac{\text{FCF}_1}{1+r_{\text{wacc}}} + \frac{\text{FCF}_2}{(1+r_{\text{wacc}})^2} + \frac{\text{FCF}_3}{(1+r_{\text{wacc}})^3} + \frac{\text{FCF}_4}{(1+r_{\text{wacc}})^4} + \frac{\text{FCF}_5 + \text{継続価値}}{(1+r_{\text{wacc}})^5}$$

事業価値は上記の計算式から算定される。継続価値を 5 年目の FCF に加えて、5 年間の各年の FCF を WACC で割り引くと当社の事業価値が算定される。弱気シナリオでは 52,794 百万円、強気シナリオでは 122,621 百万円と算定される。

株主価値

株主価値 = [事業価値 + (有価証券 + 現預金 + 想定決済資金)]

— 有利子負債 — 非支配株主持分

株主価値は上記の計算式から算定される。弱気シナリオでは有価証券、現預金、有利子負債、非支配株主持分は 2024 年 3 月期の実績値を使用し、想定決算資金は 2024 年 3 月期の売上 0.5 ヶ月分の値を使用する。一方、強気シナリオでは、当社の発表を踏まえ、8,000 百万円の株主還元を行うと仮定する。CCC の改善により、7,000 百万円のキャッシュインが見込まれるため、残りの 1,000 百万円を現預金でまかなう。そのため、現預金のみ 1,000 百万円減少させる。株主価値は弱気シナリオでは 44,057 百万円、強気シナリオでは 112,884 百万円と算定される。

【図表 42】弱気シナリオの株主価値算定に用いた数値

事業価値	有価証券	現預金	想定決済資金	有利子負債	非支配株主
52,794(百万円)	6,206(百万円)	16,590(百万円)	3,421(百万円)	27,038(百万円)	1,074(百万円)

【図表 43】強気シナリオの株主価値算定に用いた数値

事業価値	有価証券	現預金	想定決済資金	有利子負債	非支配株主
122,621(百万円)	6,206(百万円)	15,590(百万円)	3,421(百万円)	27,038(百万円)	1,074(百万円)

理論株価

$$\text{理論株価} = \frac{\text{株主価値}}{\text{発行済み株式数（自己株式除く）}}$$

理論株価は上記の計算式から算定される。算定した株主価値を、自己株式を除いた当社の発行株式数である 16,210,684 株 (2024 年 3 月期) で割ると DCF 法を用いた理論株価が算定される。当社の理論株価は、弱気シナリオでは 2,718 円、強気シナリオでは 6,964 円と算定される。

7. DCF 法以外を用いた理論株価算定：RIM を用いた理論株価は現実株価と大きく乖離

(1) 配当割引モデル (DDM)

$$V_0 = \frac{D_1}{r_e}$$

配当割引モデル (DDM) による理論株価は 2,224 円と算定される。

V_0 は理論株価、 D_1 は翌期の配当、 r_e は株主資本コストを表す。DDM による株価は上記の計算式から算定される。当社は 2025 年 3 月期より DOE 3% を目安として従来以上の配当を実施予定であり、翌期の一株当たり配当金を 125 円と予測している。本レポートでは翌期の配当を 125 円、株主資本コストを 5.63% とし、每期定額の配当が支払われると仮定する。これらの数値を代入した結果、当社の理論株価は 2,224 円と算定される。

(2) 残余利益モデル (RIM)

$$V_{\text{all}} = B_0 + \frac{B_0(\text{ROE} - r_e)}{r_e} \quad V_0 = \frac{V_{\text{all}}}{\text{発行済株式数}}$$

残余利益モデル (RIM) にて ROE8% を用いると、株価は 6,520 円と算定され、強気シナリオと近い値となる。

V_{all} は株主価値、 V_0 は理論株価、 B_0 は期首自己資本、 r_e は株主資本コストを表す。RIM による株価は上記の計算式から算定される。

ROE は、2024 年 3 月期の値がマイナスであるため、来期予測 ROE である 5.7%、及び 2027 年度の目標値である 8% を使用し、株主資本コストは 5.63% とする。また、当社の期首自己資本額は 74,357 百万円、自己株式を除く発行済株式数は 16,210,684 株 (2024 年 3 月期) である。

これらの数値を代入した結果、当社の理論株価は来期予測 ROE である 5.7% のときに 4,645 円、新中期経営計画目標 ROE である 8% のときに 6,520 円と算定される。つまり自己資本額が一定の仮定のもとで、来期予測 ROE 5.7% を達成すると理論株価は 4,645 円、また新中期経営計画の目標値 8% を達成すると理論株価は 6,520 円までの上昇が見込める。さらには、DCF 法の強気シナリオにて算定した 6,886 円と近い値であり、強気シナリオでの算定結果を支持しているといえる。

8. まとめ

化学事業を展開する同業他社と比較しながらマルチプル分析及び財務分析を通して当社の現状を分析した。マルチプル分析では、過去 10 年間にわたる PER、PBR、EV/EBITDA 倍率を同業他社と比較した。当社の PER は、2020 年まではおおむね 15 倍前後と同業他社と比較して高い水準で安定しているものの、2021 年以降は大規模な減損損失を計上したことも影響し大きく変動している。PBR は、過去 10 年間に於いて同業他社と比較しても低い水準を推移しており、1 倍を大きく下回っている。EV/EBITDA 倍率は、過去 10 年間に於いて 5 倍前後を安定的に推移しており、同業他社と比較すると中程度に位置している。

財務分析では、ROE のデュポン分解を通じて、売上高当期純利益率の低下と財務レバレッジの低さが ROE 低迷の主因であると結論づけた。また、当社の ROE は、2022 年を除き過去 10 年間にわたり株主資本コストを下回る状況が続いている。さらに、株主からの期待が低いことや、当社の事業分析の難易度が高いといった課題により、現在の株価が市場から適正に評価されていない可能性がある。これらの現状を踏まえ、我々は弱気と強気の 2 つのシナリオを作成し、それをもとに理論株価の算定を行った。

弱気シナリオでは、当社の理論株価は 2,718 円となり現実株価の 2,748 円との乖離は見られなかった。このことから、市場は当社の新中期経営計画による将来 FCF の増加を見込んでいないことが分かる。一方で、強気シナリオでは、当社の理論株価は 6,964 円となり、現実株価と大きな乖離が見られた。このことから、当社が新中期経営計画通りに遂行すれば現実株価が約 2.5 倍上昇する可能性があると考えられる。

結論として、当社が市場からの評価を向上させるためには新中期経営計画を計画通りに遂行することで株主からの期待を取り戻すことが不可欠である。また、投資家との対話を通じて、当社の競争優位性の明確化や最終製品の認知向上を図ることも重要となる。

我々は、この強気シナリオが市場に認識されることで、当社の株価は今後、大きく上昇すると確信している。おしろいから拓かれたわくわくカンパニーの未来は何色に塗りかわるのだろうか。

【図表 44】連結貸借対照表

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
流動資産	62,658	59,509	59,889	60,739	61,318	58,760	60,260	65,496	72,101	76,042
現金及び現金同等物	16,590	13,989	14,824	14,091	11,195	9,110	11,093	10,800	12,409	16,590
受取手形・売掛金	25,311	25,685	25,887	28,032	27,954	25,491	27,170	29,907	27,555	29,570
有価証券	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
棚卸資産	18,920	17,942	17,222	17,702	20,740	23,110	20,833	23,110	30,124	28,746
商品・製品	10,642	10,234	10,012	9,948	11,398	13,072	12,102	13,026	16,355	15,545
半製品・仕掛品	2,921	2,409	2,478	2,641	3,211	3,212	3,184	3,581	4,192	5,155
原材料・貯蔵品	5,357	5,299	4,732	5,113	6,131	6,826	5,547	6,503	9,577	8,046
繰延税金資産	907	792	921	-	-	-	-	-	-	-
その他流動資産	999	1,168	1,094	963	1,477	1,079	1,204	1,717	2,046	1,162
貸倒引当金（▲）	-71	-69	-63	-51	-51	-33	-41	-40	-36	-28
固定資産／非流動資産	55,294	58,224	60,432	56,746	58,763	62,888	62,746	58,423	55,920	49,402
有形固定資産	36,646	42,130	42,097	39,807	44,048	49,446	48,621	48,134	46,761	40,463
償却対象有形固定資産	16,353	19,026	23,668	22,914	25,936	28,416	30,444	32,025	30,890	24,422
建設仮勘定	2,120	4,826	830	2,026	3,511	6,339	3,513	1,411	1,024	2,733
土地・その他非償却対象有形固定資産	18,171	18,276	17,597	14,866	14,600	14,690	14,662	14,696	14,846	13,305
投資・その他の資産合計	15,550	13,132	15,540	14,734	12,640	11,539	12,418	8,769	7,790	7,770
投資有価証券・関係会社株式・出資金	14,653	11,370	14,163	12,830	10,496	9,185	9,378	4,859	4,838	6,206
長期貸付金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
繰延税金資産	513	1,136	556	1,306	1,558	1,774	2,474	3,352	2,302	886
その他の投資／その他非流動資産	404	635	803	569	561	585	550	534	628	586
資産合計	117,952	117,734	120,321	117,486	120,082	121,648	123,007	123,919	128,021	125,445
流動負債	26,307	27,630	26,938	27,978	23,994	25,438	26,178	26,771	29,237	31,757
支払手形・買掛金	11,083	9,457	9,350	8,756	9,168	8,017	7,966	9,452	8,610	9,066
短期借入金・社債合計	8,878	11,312	11,364	11,055	7,158	9,237	8,651	8,201	13,175	15,108
1年内返済の借入金	8,878	11,312	11,364	11,055	7,158	9,237	8,651	8,201	13,175	15,108
未払金・未払費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
未払法人税等	946	744	531	1,446	568	686	862	1,771	733	576
繰延税金負債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他流動負債	4,183	4,838	4,329	5,342	5,640	6,104	7,369	5,836	5,216	5,679
固定負債／非流動負債	10,194	10,493	11,444	8,743	15,796	14,717	17,564	14,439	14,066	18,220
長期借入金・社債・転換社債	3,794	4,587	5,238	3,521	10,369	8,918	11,787	8,756	8,467	11,930
長期借入金	3,794	4,587	5,238	3,521	10,369	8,918	11,787	8,756	8,467	8,930
引当金合計	5,329	4,992	4,931	4,998	5,202	5,329	5,288	5,329	5,216	4,891
繰延税金負債	873	545	1,114	83	91	117	161	76	139	1,136
その他固定負債／その他非流動負債	197	367	159	139	132	351	326	277	241	261
負債合計	36,502	38,124	38,383	36,722	39,790	40,156	43,742	41,211	43,304	49,978
純資産	81,449	79,610	81,938	80,763	80,291	81,492	79,264	82,708	84,717	75,466
資本金	21,838	21,838	21,838	21,838	21,838	21,838	21,838	21,838	21,838	21,838
資本剰余金	19,025	19,025	19,025	19,025	16,292	16,301	16,302	16,299	16,293	16,727
利益剰余金	35,045	36,611	37,897	39,504	36,960	38,824	35,431	41,433	42,482	34,334
自己株式（▲）	-2,460	-3,462	-4,464	-6,466	-410	-376	-336	-1,798	-1,751	-1,716
負債・純資産合計／資本及び負債合計	117,952	117,734	120,321	117,486	120,082	121,648	123,007	123,919	128,021	125,445

本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。

【図表 45】連結損益計算書

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
売上高・営業収益	86,973	85,520	83,938	87,223	89,541	87,177	84,918	80,135	83,861	82,105
売上原価	69,926	67,385	65,451	68,338	70,893	69,010	67,696	59,090	65,381	65,248
売上総利益	17,047	18,135	18,486	18,884	18,647	18,166	17,222	21,045	18,479	16,857
販売費及び一般管理費	12,882	13,519	13,935	14,194	14,242	14,151	12,918	13,550	14,072	13,914
営業利益	4,164	4,615	4,551	4,690	4,404	4,015	4,304	7,494	4,407	2,942
営業外収益	993	642	429	378	452	412	567	1,581	595	715
受取利息・配当金	228	258	286	273	275	268	239	227	151	161
その他営業外収益	229	383	142	105	176	143	326	963	79	241
営業外費用	940	835	690	789	303	219	858	235	148	591
支払利息・割引料	121	118	101	95	91	83	89	73	76	116
その他営業外費用	817	598	563	572	179	90	709	162	70	474
経常利益	4,218	4,421	4,290	4,279	4,553	4,208	4,012	8,840	4,854	3,066
特別利益	274	324	531	2,503	1,058	333	1,523	1,563	589	73
特別損失	738	902	1,342	3,204	372	542	7,573	1,180	466	6,843
税引等調整前当期純利益/損失	3,753	3,843	3,478	3,578	5,239	3,999	-2,307	9,223	4,977	-3,704
法人税・住民税及び事業税合計	1,469	1,517	1,323	1,192	1,461	1,271	422	2,119	2,368	3,091
当期純利益又は当期純損失	2,283	2,326	2,155	2,385	3,777	2,728	-2,459	7,104	1,060	-6,795
非支配株主に帰属する当期純利益/損失	8	-14	118	55	171	192	343	357	264	297
親会社に帰属する当期純利益/損失	2,275	2,340	2,037	2,329	3,606	2,535	-2,803	6,747	2,344	-7,092

【図表 46】連結キャッシュフロー

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
営業活動によるキャッシュ・フロー										
税金等調整前当期純利益/損失(△)	3,753	3,843	3,478	3,578	5,239	3,999	-2,037	9,223	4,977	-3,703
減価償却費	3,140	2,169	2,877	3,005	3,189	3,686	4,243	4,333	4,417	4,354
減損損失	-	-	170	2,060	192	18	7,041	-	40	6,661
投資有価証券売却益	-	-	-460	-1,898	-311	-330	-1,522	-1,533	-85	-73
貸倒引当金の増減額(▲減)	37	-1	-26	-6	-3	-17	8	-1	-4	-24
賞与引当金の増減額(▲減)	70	21	79	44	24	-38	-15	142	-60	-24
退職給付に係る負債の増減額(▲減)	-72	11	183	88	80	102	37	10	6	-141
投資有価証券評価損	-	-	-	-	72	275	186	-	81	7
受取利息及び受取配当金	-228	-259	-286	-273	-275	-268	-239	-227	-151	-161
支払利息	121	118	101	95	91	83	89	73	76	116
売上債権の増減額(▲増)	1,064	-382	-162	-2,436	106	2,552	-1,405	-2,760	2,374	-1,868
たな卸資産の増減額(▲増)	-1,689	926	691	-630	-2,740	-2,367	2,225	-2,168	-6,833	1,501
仕入債務の増減額(▲減)	-441	-991	-41	-179	210	-968	-4	1,336	-1,065	385
その他	-154	-467	1,287	1,219	-1,198	503	389	-576	-1,500	769
小計	5,602	4,988	7,894	4,667	4,676	7,231	8,996	7,852	2,274	7,800
利息及び配当金の受取額	228	259	286	274	274	269	240	227	151	160
利息の支払額	-122	-118	-103	-95	-91	-83	-89	-71	-79	-116
補助金の受取額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
保険金の受取額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
法人税等の支払額(▲減)	-384	-1,557	-1,354	-904	-2,103	-962	-1,321	-1,440	-2,866	-1,161
公開買付関連費用の支払額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業活動によるキャッシュ・フロー	5,324	3,572	6,722	3,941	2,755	6,454	7,826	6,567	773	6,866
投資活動によるキャッシュ・フロー										
定期預金の預入による支出	-24	-24	-	-	-	-	-	-	-	-
定期預金の払戻による収入	20	20	-	-	-	-	-	-	-	-
有形固定資産の取得による支出	-3,680	-7,133	-4,636	-3,771	-6,891	-8,403	-9,567	-5,064	-2,658	-4,024
有形固定資産の売却による収入	26	11	92	975	1,516	17	1	60	180	4
子会社株式の取得による支出	-747	-	-	-	-	-	-	-	-	-
子会社の清算による収入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資有価証券の取得による支出	-258	-232	-593	-123	-40	-201	-101	-30	-94	-20
投資有価証券の売却による収入	427	91	834	2,101	681	411	2,412	3,591	193	157
貸付けによる支出	-65	-	70	-	-	-	-	-	-	-
貸付金の回収による収入	3	15	15	123	107	63	-	-	-	-
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-	-	-	-	-702	-	-	-	-	-
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による収入	-	-	-	313	-	-	-	-	-	-
その他	-378	-299	-467	-105	-129	-312	-167	-211	-241	-80
投資活動によるキャッシュ・フロー	-4,676	-7,550	-4,824	-487	-5,458	-8,424	-7,422	-1,654	-2,620	-3,963
財務活動によるキャッシュ・フロー										
短期借入金の純増減額(▲減)	10	2,049	280	-486	-2,824	174	57	-1,394	5,669	997
長期借入れによる収入	1,600	2,550	2,190	400	7,900	1,500	4,900	300	2,300	4,700
長期借入金の返済による支出	-1,414	-1,350	-1,692	-1,471	-2,116	-1,031	-2,662	-2,410	-3,316	-3,314
少数株主からの払込みによる収入	137	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自己株式の取得による支出	-996	-1,001	-1,001	-2,002	-2,001	-	-	-1,500	-	-
配当金の支払額	-799	-776	-752	-724	-867	-673	-589	-589	-1,289	-1,055
非支払株主への配当金の支払額	-26	-26	-26	-26	-26	-37	-37	-58	-77	-34
連結の範囲の変更を伴わない子会社株式の取得による支出	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非支配株主からの払込みによる収入	-	-	-	101	-	-	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,487	1,445	-1,003	-4,209	64	-68	1,667	-5,654	3,283	1,259
現金及び現金同等物に係る換算差額	122	-52	-56	4	-35	11	-66	138	202	124
現金及び現金同等物の増減額(▲減)	-717	-2,584	838	-750	-2,673	-2,026	2,004	-603	1,638	4,286
現金及び現金同等物の期首残高	17,061	16,344	13,759	14,598	13,848	11,175	9,148	11,153	10,549	12,188
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	16,344	13,759	14,598	13,848	11,175	9,148	11,153	10,549	12,188	16,475

本資料は大阪公立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。